

中国平安 PINGAN

专业·价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

# 成交延续调整，关注库存优化房企

月酝知风之地产行业

地产行业月报

行业评级：地产 强于大市（维持）

平安证券研究所地产团队

2024年9月19日

请务必阅读正文后免责条款



平安证券

## 核心摘要

- **本月观点：**9月（前14日）重点50城新房日均成交同比降34.8%，8月全国商品房销售面积同比降13%，均价环比降0.4%，延续以价换量。短期房价及收入担忧仍在、存量库存仍高，预计楼市仍有调整压力；中期尽管新房品质提升，但拿地开工骤降带来的供给收缩可能制约成交表现，预计市场修复将遵循“量稳—价稳—房企报表修复—扩表—投资企稳”路径，短期销售尚未企稳背景下，投资端难言乐观。当前楼市量价较2021年高点均明显回落，同时随着首付、房贷利率大幅下降，居民购房门槛已明显降低，租金回报率相对吸引力逐步增强。主要房企市值及仓位均处于历史低位，且市场对于楼市下行及业绩承压反应已相对钝化，中期视角下，板块机会或大于风险。近年中央多次表态“建好房子”，多地发布住宅品质新规，高品质的第四代住宅项目去化较好，预计产品力强、历史包袱较轻、库存结构优化房企或率先走出低谷。短期板块催化仍在于政策，9月持续关注收储落地情况，中期趋势性机会在于楼市量价企稳，个股建议关注历史包袱较轻、库存结构优化房企，如中国海外发展、建发国际集团、招商蛇口、绿城中国、越秀集团等，同时建议关注经纪（贝壳）、代建（绿城管理控股）、物管（保利物业、中海物业、招商积余）等细分领域头部企业。
- **政策：行业新发展模式加快构建，持续关注实际进展。**2024年8月涉房类政策11项，其中偏松类政策10项。国新办发布会加快构建行业新发展模式，多地发布收储公告，持续关注实际进展。
- **资金：房企境内债融资规模环比上升，居民部门仍倾向于“去杠杆”。**8月M2同比增速环比持平，社融存量同比增速环比降0.1pct，8月LPR报价环比持平。8月居民短期贷款和中长期贷款分别同比少增1604亿元和402亿元，居民部门仍倾向于“去杠杆”。8月单月房企境内债平均发行利率为2.36%，年初以来房企信用债发行成本延续走低；房企境内债融资规模364亿元，环比升49.7%。
- **楼市：9月销售延续平淡，建议关注高品质住宅市场。**9月（截至14日）50城新房日均成交环比降12%，同比降34.8%，降幅较上月扩大17.8pct；重点20城二手房日均成交环比升0.8%，同比升10.3%。上半年多地发布住宅品质新规，新入市项目品质提升，满足多样化改善性住房需求，预计高品质住宅市场有望率先企稳，但早期产品力偏弱新房量价仍将承压，或需政府收储等方式加快去化。
- **地市：整体仍较为低迷，上海地块刷新全国地价记录。**8月百城土地供应建面环比升20%，百城成交建面环比升2.7%，平均溢价率环比降1.3pct。8月楼市成交动力不足，房企补仓意愿持续谨慎；上海土拍热度相对较高，徐汇地块刷新国内土地出让单价纪录。
- **房企：8月楼市供需两淡，H1拿地强度同比下滑。**8月高温天气叠加市场低迷情绪，楼市供需两淡。克而瑞百强房企8月单月销售金额同比下滑27.8%，销售面积同比下滑28.6%，降幅分别较上月扩大7.3pct、5.6pct，环比分别下滑10%、10.6%。8月50强房企整体拿地销售金额比18%，拿地销售面积比11%，环比分别降14.6pct、降24.4pct。
- **板块表现：**8月申万地产板块跌4.49%，跑输沪深300（-3.51%）；截至2024年9月13日，当前地产板块PE（TTM）27.3倍，估值处于近五年99.5%分位。
- **风险提示：**1) 若后续货量供应由于新增土储不足而遭受冲击，将对行业销售、开工、投资等产生负面影响；2) 若楼市去化压力超出预期，销售持续以价换量，将带来部分前期高价地减值风险；3) 政策呵护力度有限，行业调整幅度、时间超出预期，将对行业发展产生负面影响。

## 本月报告精选之一：房企2024中报综述：业绩阵痛延续，追求稳健经营

### 报告主要观点：

- **收入利润双降，毛利率持续探底：**2024H1 14家A+H上市房企整体营收同比下降9.1%，归母净利润同比下降57.1%，剔除两家亏损企业后同比下降27.8%，降幅较2023年扩大9.5个百分点。整体毛利率15.3%，延续探底，考虑高价地结转、滞重库存清理等因素仍在短期或仍有压力，中期随着土拍规则放宽后获取地块陆续结转，有望逐步改善。销管费用率相对平稳，减值损失同比增加，少数股东损益占比提升至28.5%、后料难大幅下行。往后看，由于业绩保障度相对不足（2024H1末合同负债/过去一年营收为96.3%），叠加盈利能力企稳反弹需要时间，均可能对结算利润产生负面影响。其中国企营收表现更优，销管费管控更好，毛利率降幅更大，归母净利润降幅与民企接近。
- **拿地愈发谨慎，去库存、调结构为先：**2024H1 14家上市房企累计销售额同比下降33.4%，略好于百强房企（-41.8%）。平均拿地销售面积比37%、拿地销售金额比28%，较2023年进一步下滑。量入为出下房企拿地更趋谨慎，进一步向核心城市、核心区域聚焦。总土储延续收缩，上半年规模较2023年末下降10.2%。调结构、优布局成主旋律，多数房企土储分布以一二线为主，个别披露数据房企2022年及以后获取项目占总土储超五成。受益较高购房信任度，上半年央国企累计销售额同比下降30.3%，优于民企（-47.1%）。
- **控负债拉久期，融资成本延续下行：**2024H1末14家上市房企三条红线延续绿档，在手现金普遍下滑，整体较2023年末下降6%。有息负债规模自2022年达到高点后震荡下行，上半年末整体2.4万亿元，较2022年回落1.8%。上半年14家上市房企平均综合融资成本3.97%，较2023年下降0.2个百分点，期末长期负债占比78.9%，延续较高水平。其中国企融资成本更低，现金降幅相对有限，民企负债规模控制、久期拉长诉求更强。
- 更多报告内容参见：《房企2024中报综述：业绩阵痛延续，追求稳健经营》

## 本月报告精选之二：新房“高品质化”下，房企土储结构分析

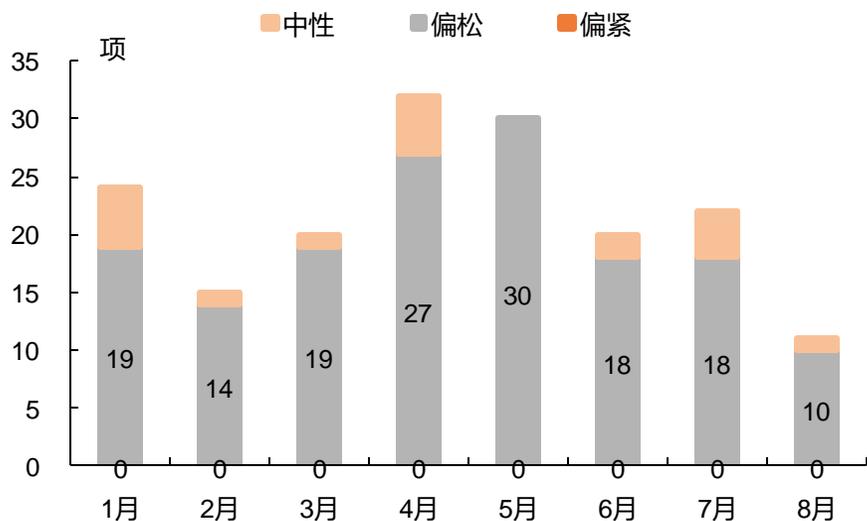
### 报告主要观点：

- **中央多次表态强调“建好房子”，2024H1多地发布住宅品质新规：**2023年以来中央及住建部曾在多次会议中表态，当下人民对住房要求已从“有没有”转向“好不好”，房企需比拼高质量、新科技、好服务，同时各项制度需配合行业转型。8月23日国新办发布会明确行业新模式包括四方面，其中“建好房子”为首要维度。2024H1多地发布住宅品质新规，“第四代住宅”概念兴起，包括取消70/90套型限制、优化容积率计算规则、鼓励发展第四代空间建筑、放宽层高限制、放松建筑密度、优化飘窗和设备平台管控要求等，上半年各地新入市项目频现“第四代住宅”，品质较存量项目明显提升，更好满足多样化改善性住房需求。
- **多地第四代住宅项目去化较好，带动部分地块出让“点状高热”：**随着多地土拍环节取消限价、放宽容积率限制等，优质地块出让环节增加“竞品”，部分城市于2023年逐渐开启第四代住宅试点，2024年第四代住宅地块在土拍市场频出，叠加楼市低迷下多地“第四代住宅”项目入市后去化较好，带动部分地块出让“点状高热”。此外期房与现房累计成交均价价差进一步拉大，反映早期已建成现房或因产品力偏弱去化难度较大，价格更为承压，或有赖于政府收储等方式加快去化。
- **产品力强、历史包袱较轻、库存结构优化的房企或率先走出低谷：**当前房企加快存量库存去化、“轻装上阵”已成共识，同时重视增量投资质量，聚焦“确定性高”的区域投资，优化存货结构，提升变现能力。我们从存货结构、过往拿地情况两个角度梳理房企库存情况。从房企2023年报披露存货结构看，滨江集团、建发国际集团已完工存货占比较低，在建存货占比相对较高；万科、招商蛇口拟开发存货及占比相对较高，存在更多调规或盘活土地资源可能。从房企2019-2024H1拿地情况看，越秀地产、建发国际集团2022年以后拿地占比较高，若考虑自2023H2以来房企拿地存在调规可能，中海、建发、保利、绿城、华润土储调仓相对积极，建发国际集团、滨江集团、华润置地、绿城中国2024H1补仓相对较多。
- **更多报告内容参见：《新房“高品质化”下，房企土储结构分析》**

# 政策：行业新发展模式加快构建，短期有赖于收储缓解库存压力

- 据不完全统计，2024年8月涉房类政策（含中央及地方）11项，其中偏松类政策10项。
- 行业新发展模式加快构建，短期有赖于收储缓解库存压力。** 国新办举行“推动高质量发展”系列主题之住建部专场发布会，构建房地产发展新模式包括四方面：1) 建好房子；2) “市场+保障”供应体系；3) 完善房地产开发、交易和使用制度；4) 建立“人、房、地、钱”要素联动新机制。发布会提到有力有序推进现房销售，考虑当前楼市量价依旧承压，短期市场各主体或尚未做好现房销售准备。值得注意的是，过往购房者担忧部分房企交付风险，随着该类房企项目逐步竣工为现房，出于资金回笼考虑，若其剩余现房选择以价换量，或进一步加剧市场量价调整压力。我们认为政府收储支持保交房项目，项目回笼资金偿还“保交房”贷款或是较优选择。

## 涉房类政策以偏松政策为主



资料来源：wind，平安证券研究所

## 中央层面主要政策、会议

时间	文件/会议/出台部门名称	主要内容
8月2日	中国人民银行召开2024年下半年工作会议	防范化解房地产金融风险，落实好3000亿元保障性住房再贷款政策，促进加快建立租购并举的住房制度
8月23日	国新办举行“推动高质量发展”系列主题新闻发布会	发布会明确新模式包括四方面：1) 建好房子；2) “市场+保障”供应体系；3) 完善房地产开发、交易和使用制度；4) 建立“人、房、地、钱”要素联动新机制



## 政策：多地发布收储公告，持续关注实际进展

- 8月以来深圳、长沙等多地发布收储公告，上半年多地发布住宅品质新规，放松户型限制，新入市项目品质提升，满足多样化改善性住房需求，预计高品质住宅市场有望率先企稳，但早期产品力偏弱新房量价仍将承压，或需政府收储等方式加快去化。

### ◆ 近期地方楼市调控政策汇总

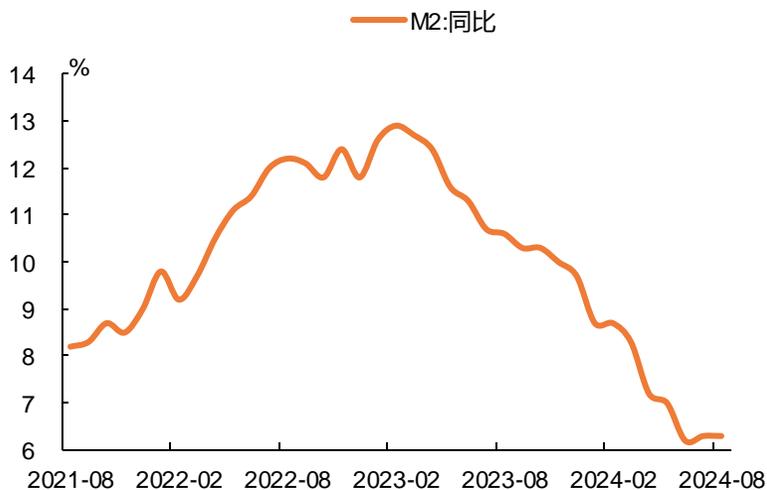
时间	城市	主要内容
8月9日	深圳	深圳安居集团发布收储公告，此次征集范围为深圳市（不含深汕特别合作区）商品房性质的住宅、公寓、宿舍等，优先选取整栋或整单元未售、可实现封闭管理的楼栋项目（房源）。收购的房源位置处于交通便利、配套设施较为齐全的区位，贴近区域发展核心片区，具备产业基础、发展优势。原则上，项目（房源）主力户型面积应满足深圳市保障性住房户型、面积（65平方米以下）要求。此外，拟收购项目须四证齐全，保证项目的合法合规性，满足金融机构的贷款要求。
8月12日	成都	在本市范围内新购买住房，只核查购房人在拟购住房所在区（市）县范围内住房情况，无住房的，认定为首套房。在拟购住房区（市）县范围内有住房且正在挂牌出售的，住房套数相应核减。支持商业银行按认定的客户住房套数办理个人住房贷款业务。
8月20日	长沙	收购未售商品房转保障房，覆盖多区域需满足四大条件：地理位置优越，交通便利，配套设施齐全；户型面积符合长沙市保障性住房的标准；生活便利，靠近地铁口和公交站，基础设施完善；手续齐全，权属清晰可交易，四证齐全，确保合法合规性，并满足金融机构贷款要求；征集活动覆盖长沙市芙蓉区、天心区、岳麓区、开福区、雨花区、望城区、长沙县、浏阳市、宁乡市等行政区域内的项目。
8月27日	上海	优化新出让商品住房用地中小套型住房建筑面积标准；优化新出让商品住房用地中小套型住房供应比例；加强新出让商品住房用地套型结构的区域统筹
9月2日	重庆	取消中心城区新购住房限售政策，支持住房以旧换新
9月9日	银川	拟收购已建成存量商品房用作保障房



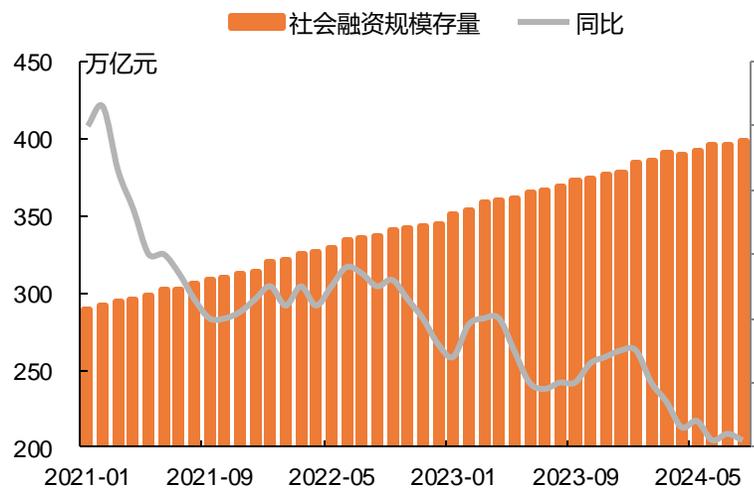
## 资金：社融增速环比下滑，居民部门仍倾向于“去杠杆”

- 8月M2同比增长6.3%，增速环比持平；社融存量同比增长8.1%，增速环比降0.1pct。
- 8月1年期LPR、5年期及以上LPR最新报价较上月持平。8月居民短期贷款增加716亿元，比上年同期少增1604亿元；居民中长期贷款增加1200亿元，比上年同期少增402亿元。

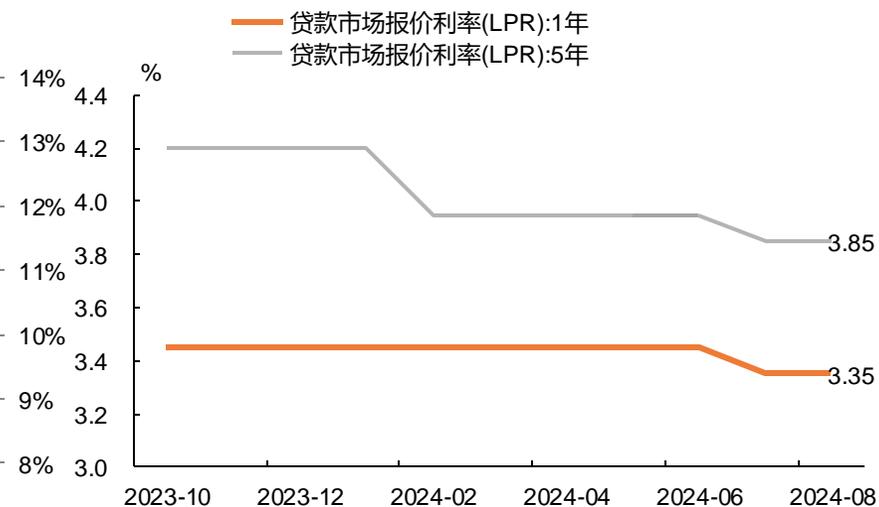
### M2同比增速



### 社融存量同比增速



### 1年期、5年期LPR报价

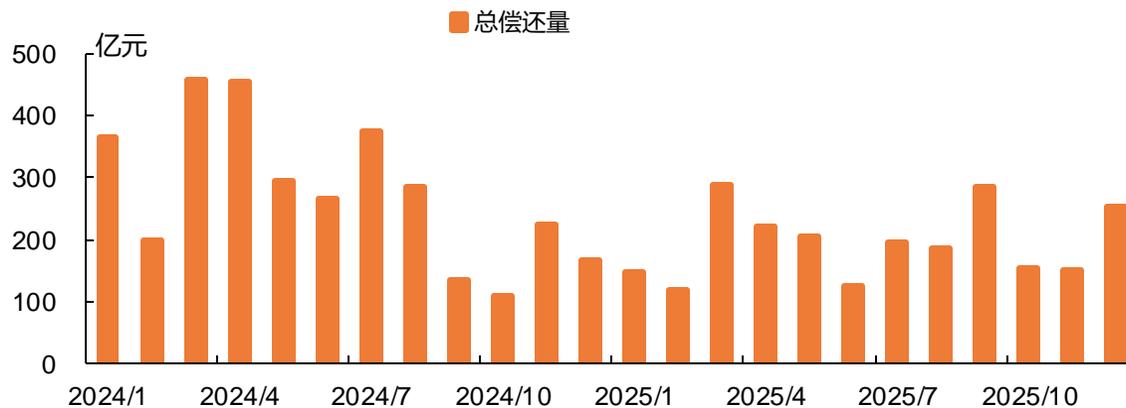




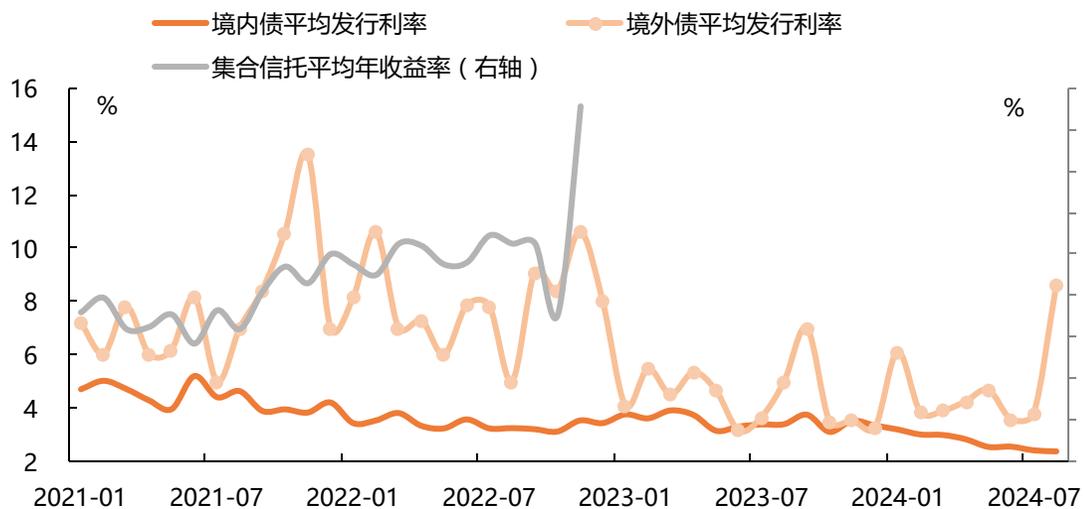
# 资金：房企境内债融资规模环比上升，境内融资成本延续低位

➤ 8月单月境内债、境外债平均发行利率分别为2.36%、8.6%，环比分别降0.04pct、升4.8pct，年初以来房企信用债发行成本延续走低；房企境内债融资规模364亿元，环比升49.7%。

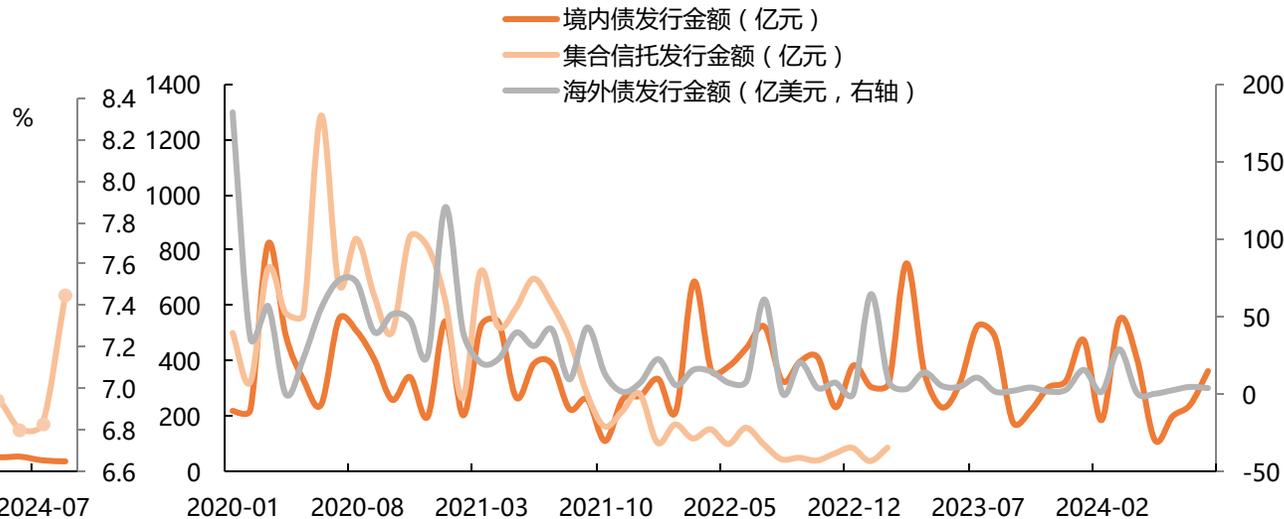
◆ 房企境内信用债到期规模



◆ 房企境内债、境外债与信托发行成本



◆ 房地产债券及信托发行规模走势 (月)



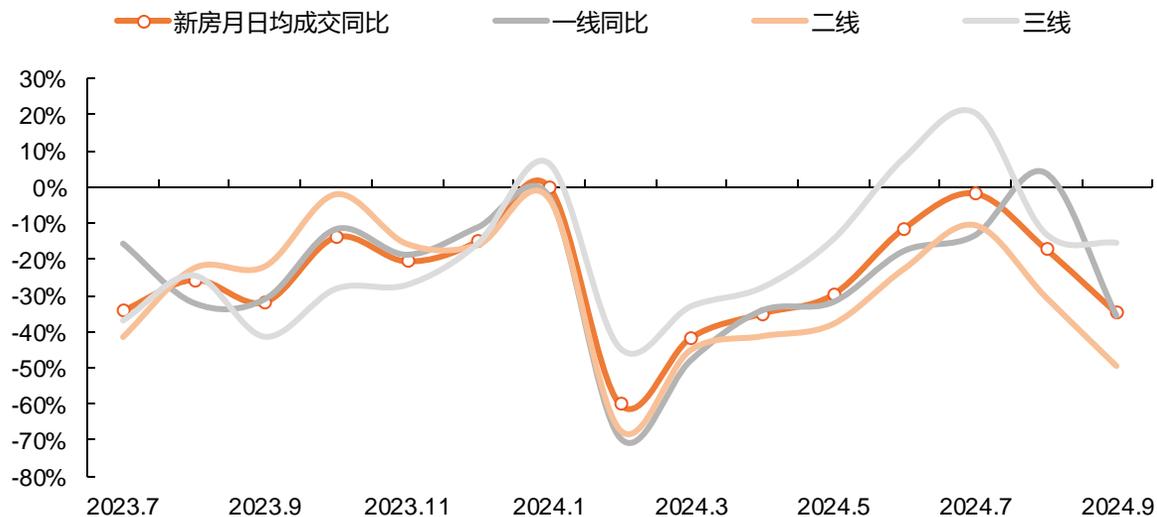
资料来源：Wind，用益信托网，贝壳研究院，平安证券研究所



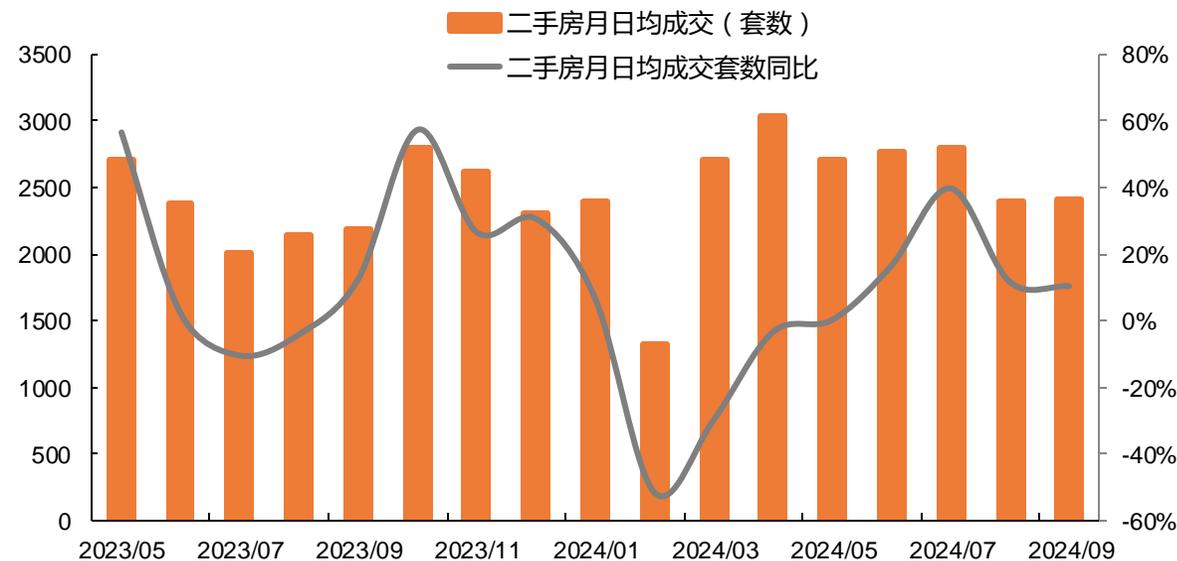
# 楼市：9月销售延续平淡，建议关注高品质住宅市场

- 9月（截至14日）50个重点城市新房日均成交2241套，环比降12%，同比降34.8%，降幅较上月扩大17.8pct；重点20城二手房日均成交2416套，环比升0.8%，同比升10.3%。
- 成交方面，短期建议关注高品质住宅市场。上半年多地发布住宅品质新规，新入市项目品质提升，满足多样化改善性住房需求，预计高品质住宅市场有望率先企稳，但早期产品力偏弱新房量价仍将承压，或需政府收储等方式加快去化。

### ◆ 50城商品房月日均成交套数同比



### ◆ 20城二手房月日均成交套数同比



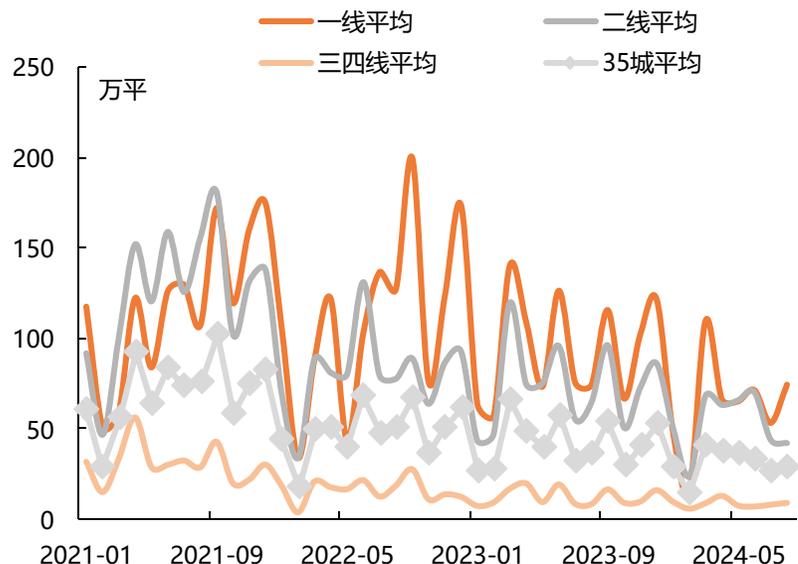
资料来源：各地房管局，国家统计局，平安证券研究所；图表2024年9月数据为截至9月14日成交数据



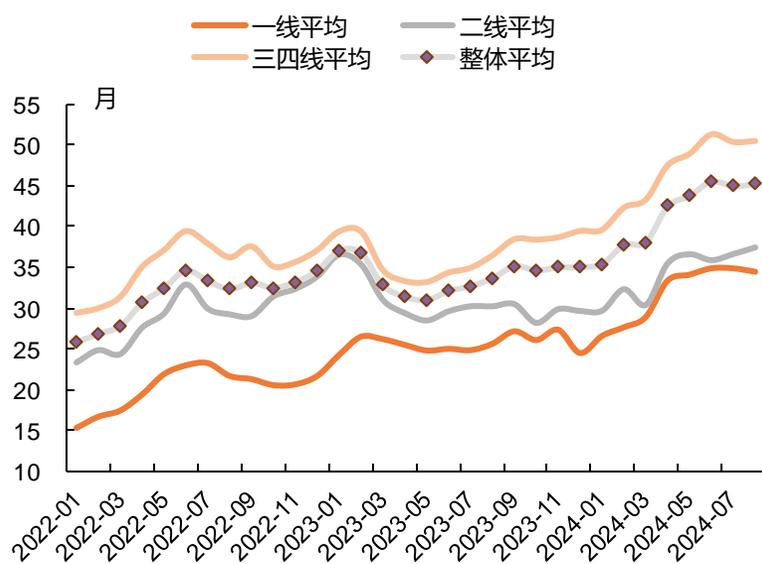
# 楼市：推盘环比改善但仍处于低位，出清周期环比回升

- 8月35城商品房平均批准上市面积28.2万平米，环比升8%，同比降21.6%；销供比116.1%，环比降18.2pct。
- 8月35城商品房平均出清周期45.2个月，环比升0.27个月，其中一线城市34.5个月，低于二线城市（37.5个月）、三线城市（50.5个月）。行业库存去化压力仍大，若居民购房低于预期，政府收储或为去库存唯一出路，我们认为一二线为收储主战场，若仅考虑小户型现房，5000亿或相对充足，若考虑地方政府自有出资，实际金额或大于5000亿；考虑贷款可展期，5000亿银行收储贷款，按3%贷款利率估算年利息150亿，短期还款压力不大，需进一步观察收储落地进度。

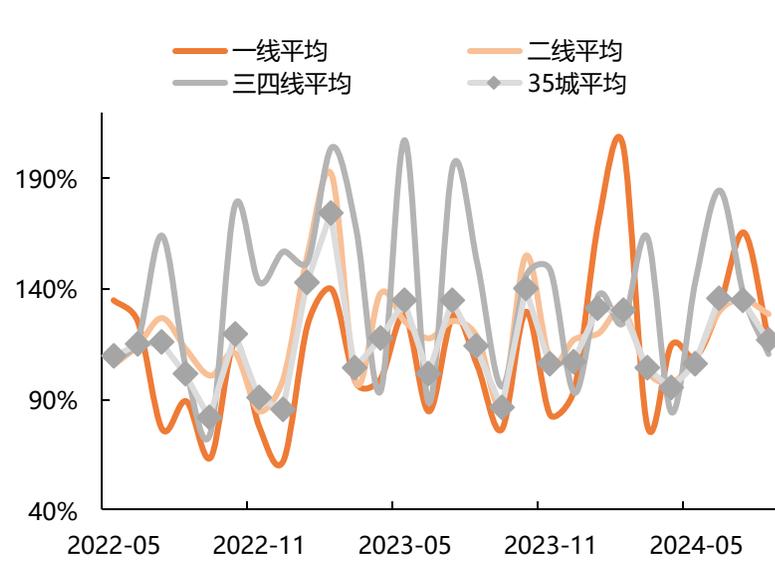
### 35城商品房平均批准上市面积



### 35城商品房平均出清周期



### 35城商品房平均销供比

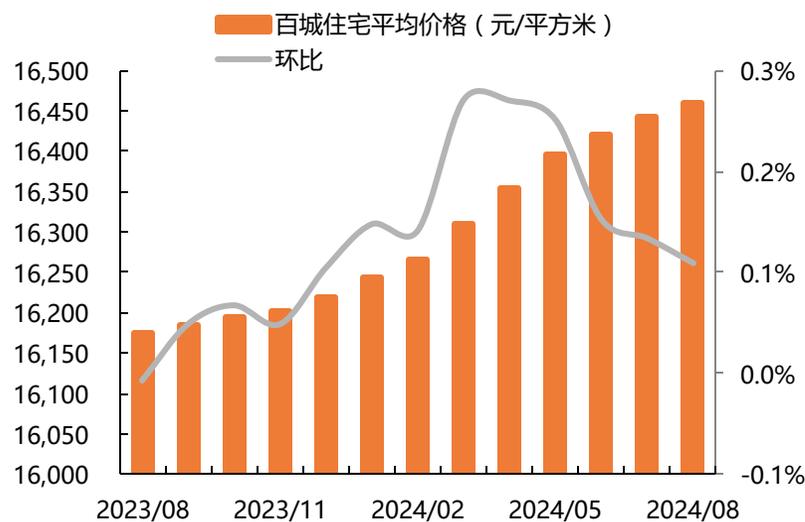


资料来源：中指院，平安证券研究所 注：35城中一线城市4个、二线10个、三四线21个；商品房销供比=当月商品房备案面积/当月批准预售面积

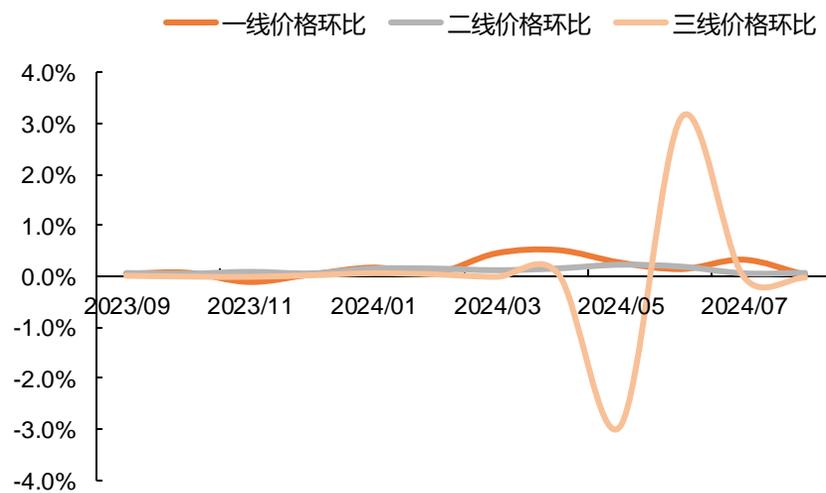
## 楼市：百城住宅价格企稳，连续12个月环比回升

- 8月百城住宅平均价格16461元/平方米，环比升0.11%，连续12个月环比企稳回升，主要受部分城市优质改善项目入市带动；其中环比上涨城市数量共35个。
- 分城市能级看，8月一、二、三线城市住宅平均价格，环比分别升0.02%、升0.06%、降0.04%。

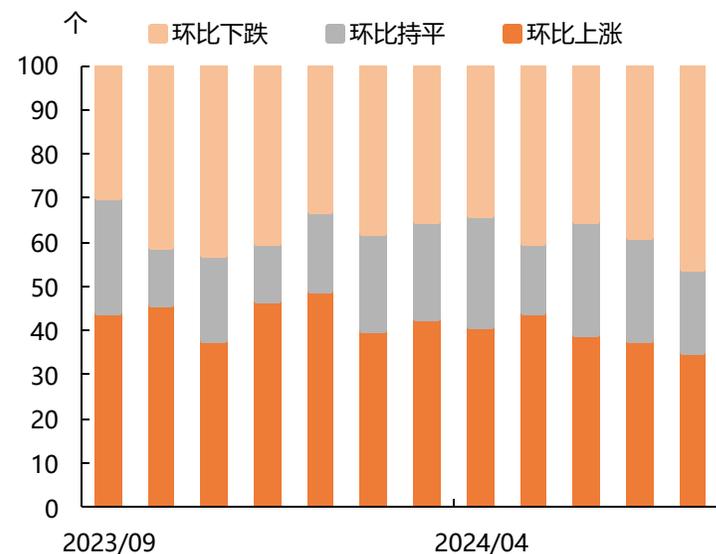
百城住宅平均价格走势



百城中一二三线城市住宅价格环比变化



百城住宅价格上涨、持平与下跌城市数量

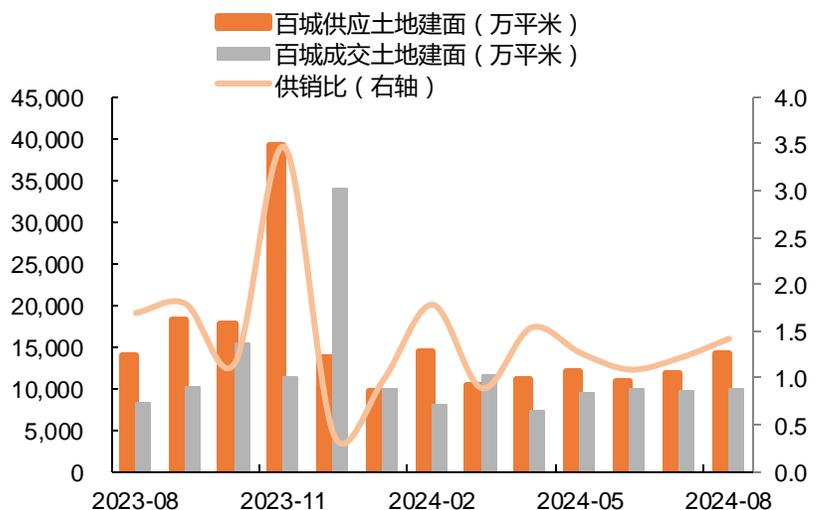




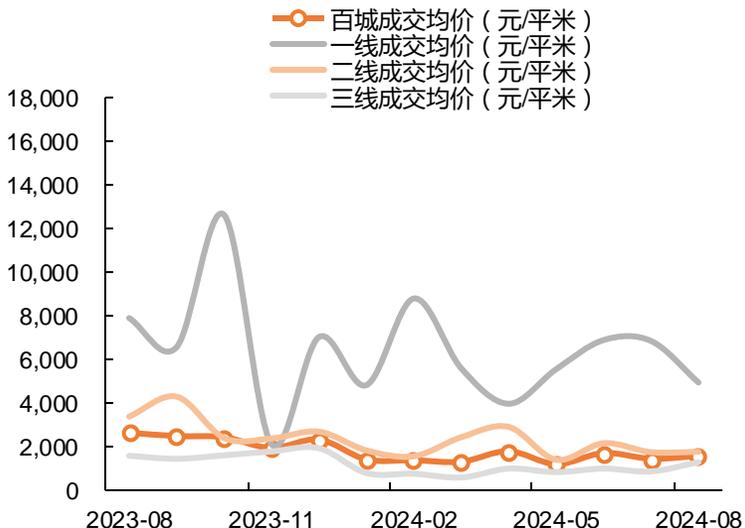
# 土地：整体仍较为低迷，上海地块刷新全国地价纪录

- 8月百城土地供应建面1.4亿平米，环比升20%；百城成交建面0.99亿平米，环比升2.7%；平均溢价率3.65%，环比降1.3pct。
- 8月楼市成交动力不足，房企补仓意愿持续谨慎；其中上海土拍热度相对较高，主要系上海豪宅市场成交表现不俗激发房企在上海拓储信心，8月上海徐汇区斜土街道128D-07地块以13.1万元/平方米刷新国内土地出让单价纪录。

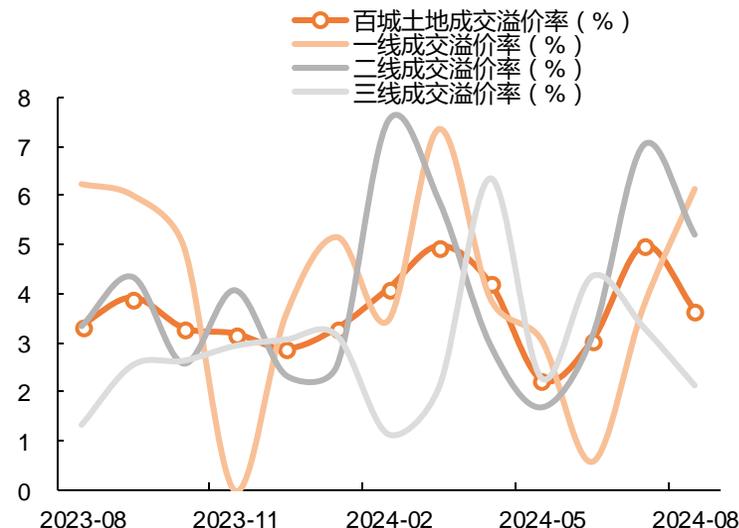
### 百城土地供应与成交情况



### 百城土地成交均价走势



### 百城土地成交溢价率



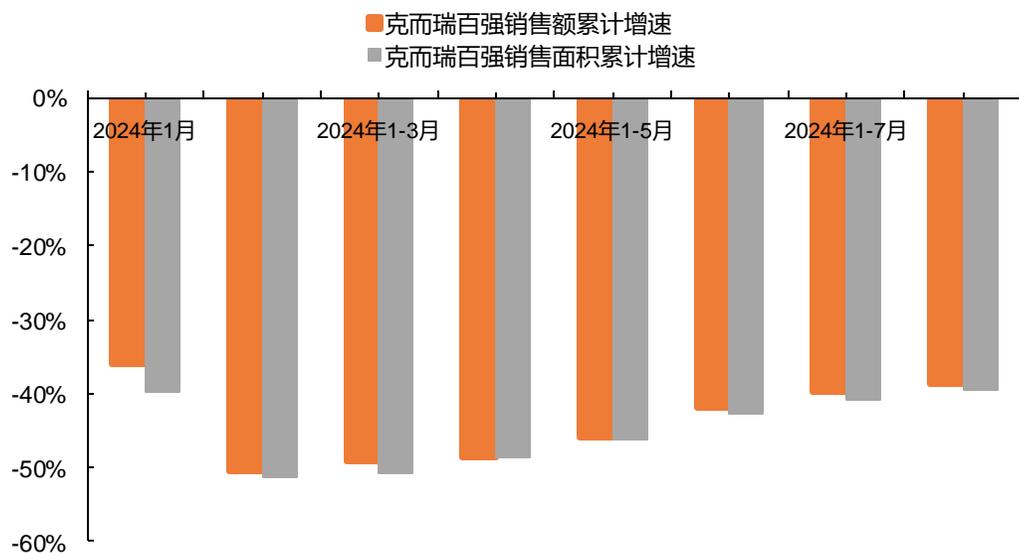
资料来源：Wind，中指院，平安证券研究所



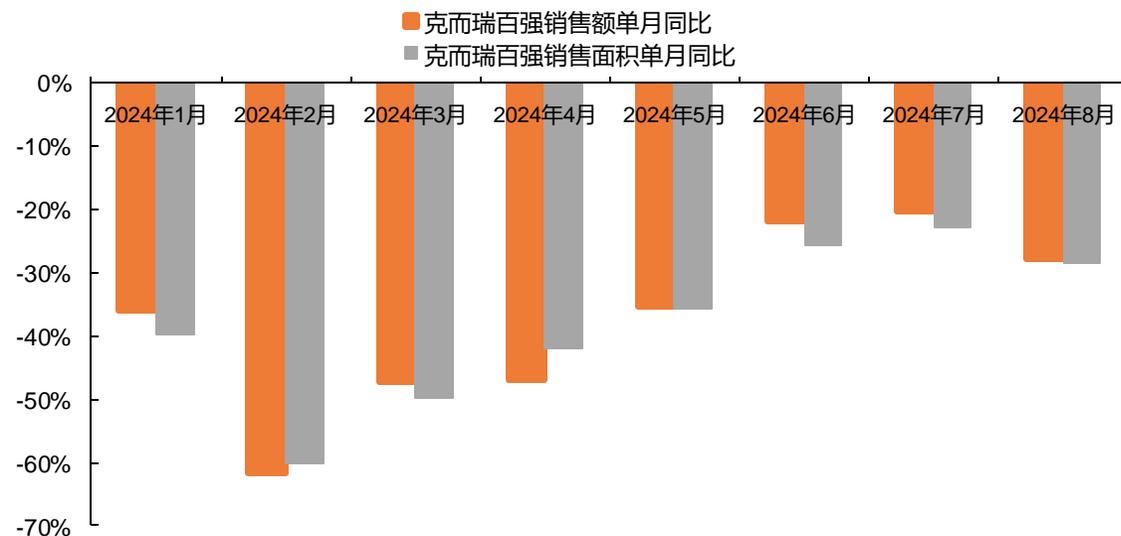
## 房企：8月楼市供需两淡，百强销售同环比下滑

- 8月高温天气叠加市场低迷情绪，楼市供需两淡。克而瑞百强房企1-8月累计销售金额同比下滑38.6%，销售面积同比下滑39.6%，累计降幅均较上月收窄1.1pct；8月单月销售金额同比下滑27.8%，销售面积同比下滑28.6%，降幅分别较上月扩大7.3pct、5.6pct，环比分别下滑10%、10.6%。

### 克而瑞百强房企累计销售增速



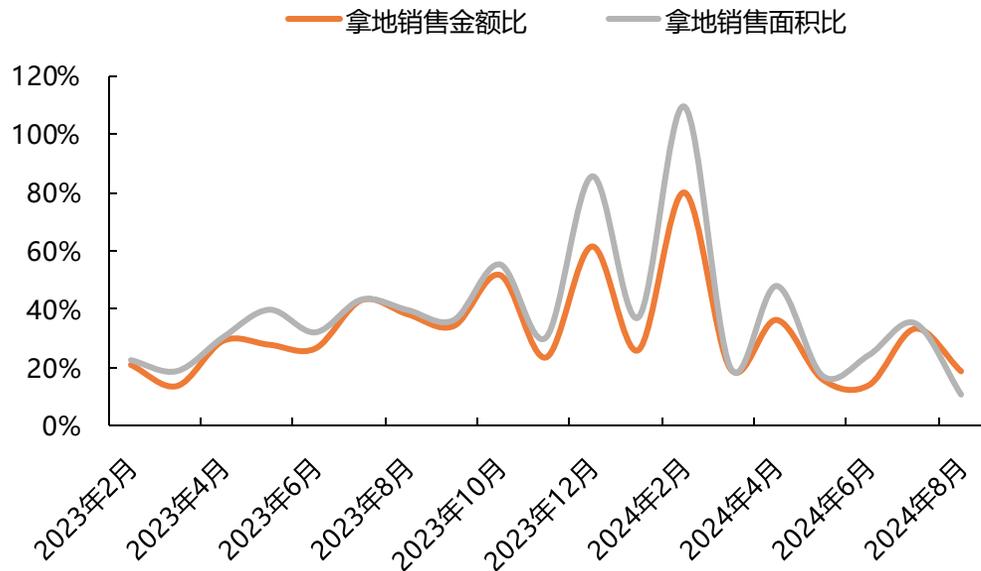
### 克而瑞百强房企单月销售增速



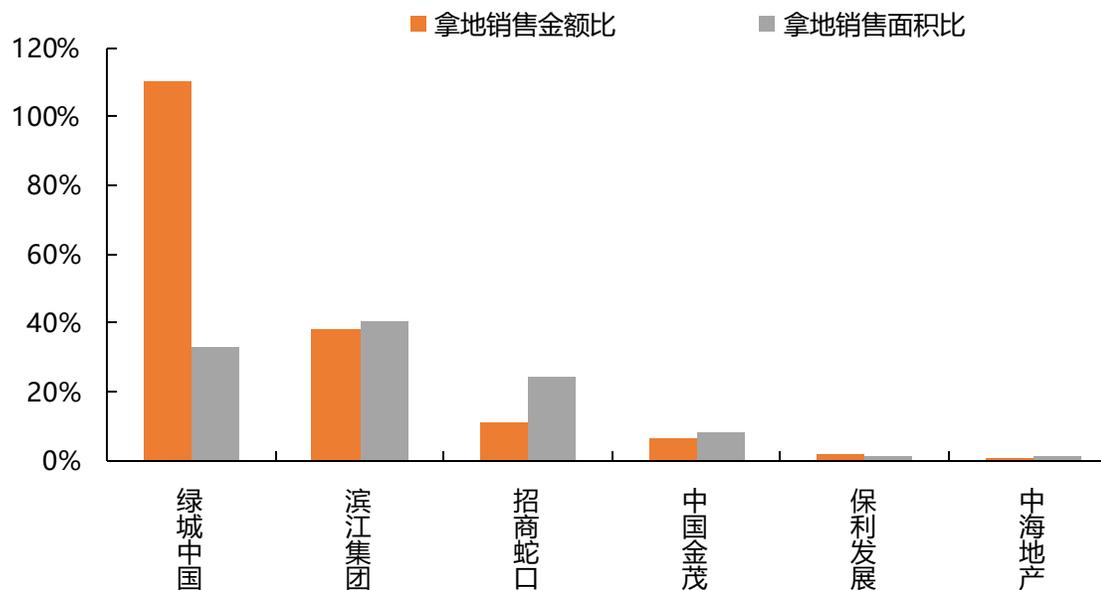
# 房企：拿地强度环比下滑，央国企为拿地主力

➤ 8月50强房企整体拿地销售金额比18%、拿地销售面积比11%，环比分别降14.6pct、降24.4pct；绿城中国、滨江集团、招商蛇口、中国金茂拿地强度靠前。

◆ 50强房企拿地销售比



◆ 重点房企拿地销售金额比、面积比（8月单月）



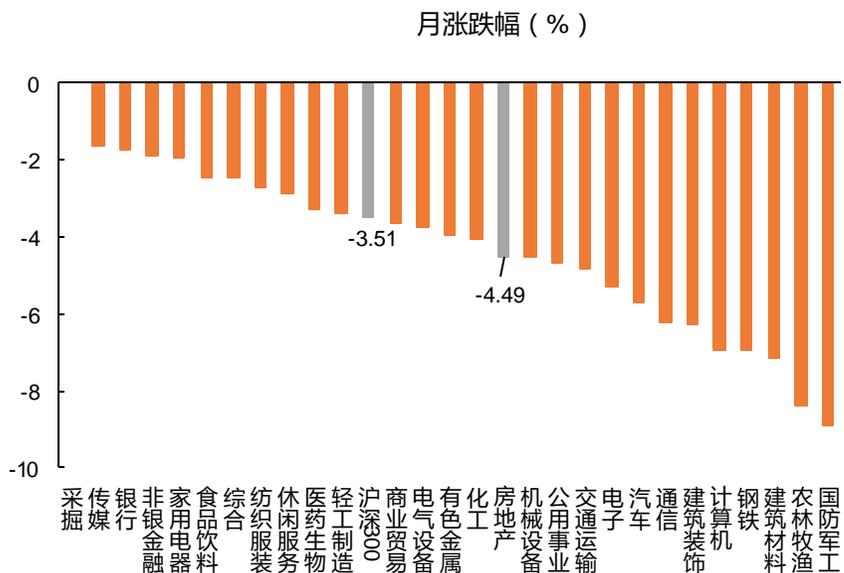
资料来源：克而瑞，中指院，平安证券研究所；注：拿地数据来自中指院，销售数据来自克而瑞



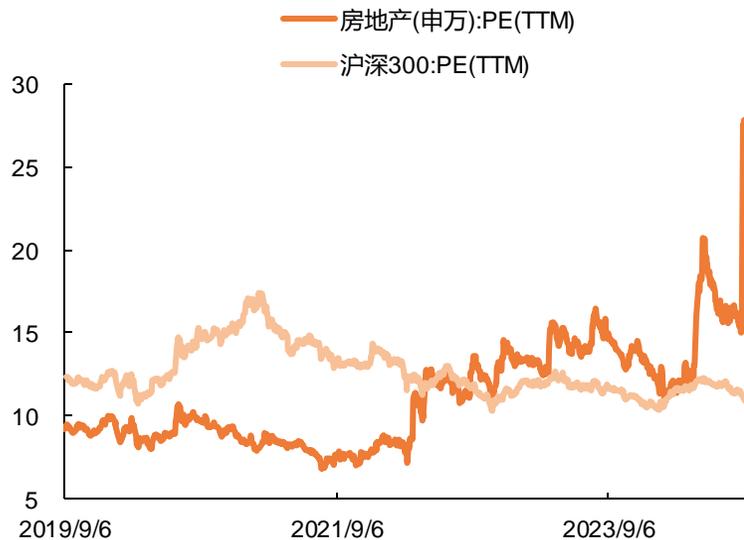
# 股市：单月跌4.49%，估值处于近五年99.5%分位

- 8月申万地产板块跌4.49%，跑输沪深300（-3.51%）；截至2024年9月13日，当前地产板块PE（TTM）27.3倍，高于沪深300的10.78倍，估值处于近五年99.5%分位。
- 8月上市50强房企涨跌幅排名前三房企分别为中国金茂、中国奥园、金地集团，排名后三房企为中梁控股、弘阳地产、佳兆业集团。

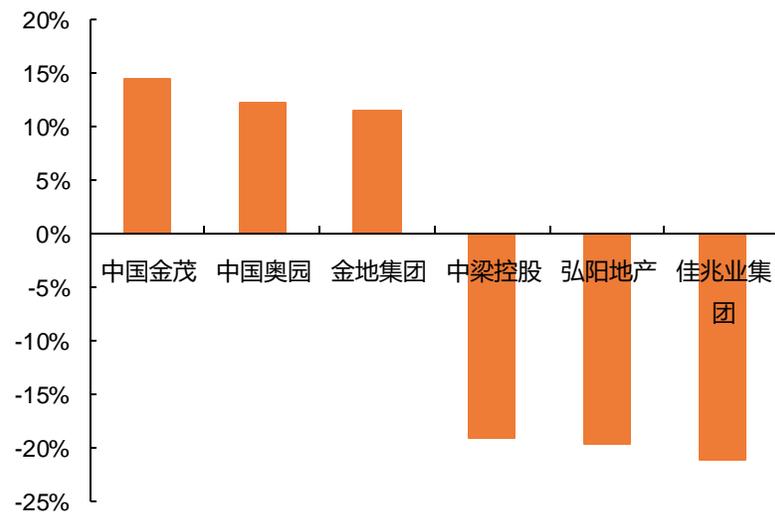
### 行业涨跌幅情况



### 房地产PE (TTM) 走势图



### 上市50强涨跌幅排名前三及后三房企





## 重点覆盖标的及估值

股票名称	股票代码	股票价格 (元)		EPS			P/E				评级
		2024-9-18	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
保利发展	600048.SH	<b>7.63</b>	1.01	1.12	1.23	1.35	7.6	6.8	6.2	5.7	推荐
招商蛇口	001979.SZ	<b>9.19</b>	0.70	0.72	0.73	0.77	13.1	12.8	12.6	11.9	推荐
滨江集团	002244.SZ	<b>8.35</b>	0.81	0.91	1.02	1.10	10.3	9.2	8.2	7.6	推荐
华发股份	600325.SH	<b>5.25</b>	0.67	0.70	0.75	0.79	7.8	7.5	7.0	6.6	推荐
中国海外发展	0688.HK	<b>9.95</b>	2.34	2.39	2.43	2.47	4.3	4.2	4.1	4.0	推荐
越秀地产	0123.HK	<b>3.72</b>	0.79	0.79	0.82	0.86	4.7	4.7	4.5	4.3	推荐
建发国际集团	1908.HK	<b>9.31</b>	2.50	2.53	2.56	2.58	3.7	3.7	3.6	3.6	推荐
绿城中国	3900.HK	<b>5.25</b>	1.22	1.28	1.40	1.53	4.3	4.1	3.7	3.4	推荐
保利物业	6049.HK	<b>23.33</b>	2.49	2.84	3.15	3.47	9.4	8.2	7.4	6.7	推荐
中海物业	2669.HK	<b>4.18</b>	0.41	0.47	0.55	0.63	10.2	8.9	7.6	6.6	推荐
招商积余	001914.SZ	<b>8.45</b>	0.69	0.75	0.81	0.89	12.2	11.3	10.4	9.5	推荐
新城悦服务	1755.HK	<b>2.73</b>	0.51	0.53	0.55	0.57	5.3	5.1	5.0	4.8	推荐
星盛商业	6668.HK	<b>1.05</b>	0.17	0.15	0.16	0.16	6.2	7.0	6.5	6.5	推荐
绿城管理控股	9979.HK	<b>2.57</b>	0.48	0.50	0.51	0.52	5.4	5.1	5.0	4.9	推荐

## 风险提示

- 1) **供给充足性降低风险：**若地市持续遇冷，各房企新增土储规模不足，将对后续货量供应产生负面影响，进而影响行业销售、开工、投资、竣工等。
- 2) **房企大规模减值风险：**若楼市去化压力超出预期，销售大幅以价换量，将带来部分前期高价地减值风险。
- 3) **政策呵护不及预期风险：**若政策有效性不足，楼市调整幅度、时间超出预期，将对行业发展产生负面影响。

地产团队			
分析师	邮箱	资格类型	资格编号
杨侃	YANGKAN034@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060514080002
郑茜文	ZHENGXI WEN239@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060520090003
王懂扬	WANGDONGYANG339@PINGAN.COM.CN	证券投资咨询	S1060522070003

**平安证券综合研究所投资评级：****股票投资评级：**

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

**行业投资评级：**

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

**公司声明及风险提示：**

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

**免责声明：**

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。