

数据背后的地产行业图景（一）

基本面调整尚未结束，政策博弈预期持续加强

核心观点

销售规模降幅收窄，但相对历史同期仍在低位：2024年1-8月，商品房销售额累计同比-23.6%，8月单月同比-17.2%；商品房销售面积累计同比-18.0%，8月单月同比-12.6%。降幅收窄有基数降低的原因，8月单月商品房销售额和销售面积仅分别相当于2019年同期的52%和49%，仍处于较低水平。从房企维度看，2024年1-8月，百强房企全口径销售额累计同比-39%，8月单月同比-28%，约为2019年同期的31%。从城市维度看，2024年1-8月，30城新建商品房成交面积累计同比-32%，8月单月环比-10%，同比-22%；18城二手住宅成交套数累计同比-2%，8月单月环比-15%，同比+13%。与历史同期相比，2024年8月，30城新建商品房的单月成交面积和18城二手住宅单月成交套数分别约为2019年同期的50%和102%，二手成交表现始终好于新房。

房价下行趋势未止，购房者观望情绪仍重：2024年8月，70个大中城市新建商品住宅同比-5.7%，二手住宅销售价格同比-8.6%，均较7月扩大了0.4个百分点，各能级城市二手房价格的同比跌幅和环比降幅均明显大于新房。二手房成交价的领先指标边际挂牌价仍在持续下行，截至2024年9月初，中国14个核心城市二手房冰山指数的年内平均降幅为-8%，同比平均跌幅-11%，相对历史最高点平均跌幅为-24%。从租金收益率和房价收入比的角度看，大部分主流城市的房价水平逐渐趋于合理位置，居民购房负担有所减轻。待收入预期和房价预期企稳，购房者的观望情绪将有望减弱。

开发投资寒意未消，土地市场表现冷淡：2024年1-8月，房地产开发投资额累计同比-10.2%，8月单月同比-10.2%。从房企维度看，2024年1-8月，百强房企权益拿地额累计同比-40%，8月单月同比-55%，仅相当于2020年同期的17%，房企拿地意愿明显不足。从城市住宅用地成交规模看，2024年1-8月，300城住宅用地成交建面累计同比-31%，8月单月同比-36%，仍处于历史同期最低水平；当月成交溢价率4.6%尚在低位。从全国土地出让收入规模看，2024年1-8月，国有土地使用权出让收入累计同比-25%，8月单月同比-42%，仅相当于2019年同期的46%，地方政府土地财政压力仍然较大。

房企融资边际改善，但销售回款仍是主要拖累：2024年1-8月，房企到位资金累计同比-20.2%，8月单月同比-10.6%。拆解房企资金来源，2024年1-8月，国内贷款累计同比-5.1%，定金及预收款累计同比-30.2%，个人按揭贷款累计同比-35.8%。销售回款边际改善，但仍是房企资金压力的主要拖累项。此外，房企非银融资8月同环比均改善。2024年8月，房企非银融资单月发行额环比+51%，单月同比-22%，降幅较7月收窄了31pct。2024年1-8月，房企非银融资累计发行额同比-34%，其中信用债、海外债、信托、ABS累计发行额同比分别为-28%、-54%、-85%、-35%。

新开工未有起色，竣工降幅持续扩大：新开工降幅收窄，但规模仍在低位，2024年1-8月，房屋新开工面积累计同比-22.5%，降幅较1-7月收窄了0.7个百分点；8月单月同比-16.7%，降幅较7月收窄了3.0个百分点；单月新开工面积仅为2019年同期的30%。竣工降幅持续扩大，下行趋势明确，2024年1-8月，房屋竣工面积累计同比-23.6%，降幅较1-7月扩大了1.8个百分点；8月单月同比-36.6%，降幅较7月扩大了14.8个百分点；单月竣工面积约为2019年同期的70%，作为滞后指标表现平稳，但未来下行趋势已注定。

行业研究 · 行业专题

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：王静

021-60893314

wangjing20@guosen.com.cn

S0980522100002

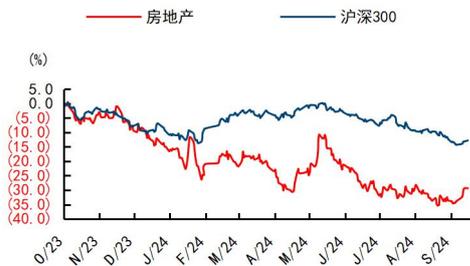
证券分析师：王粤雷

0755-81981019

wangyuelei@guosen.com.cn

S0980520030001

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

《房地产行业2024年10月投资策略暨中报总结-基本面难言好转，博弈机会仍需观察》——2024-09-23

《统计局2024年1-8月房地产数据点评-销售规模降幅收窄，但房价仍呈下行趋势》——2024-09-18

《房地产行业周报（2024年第36周）-销售未见好转，重回政策博弈》——2024-09-10

《房地产行业2024年9月投资策略-量价持续承压，市场继续磨底》——2024-08-29

《房屋养老金制度解读-以新补旧》——2024-08-26

投资建议：8月地产基本面调整尚未结束，个别指标的边际改善仅为正常波动，销售景气度仍然较低，房价跌幅持续扩大。“金九银十”作为本年度最后的卖房窗口期，有可能重复一季度的以价换量，二手房挂牌量可能再次上升而价格下跌加速，新房则会加大折扣力度。我们认为，从房企价值角度，房价止跌前，基本面无法支撑房地产板块的趋势行情。从政策博弈角度，当下基本面越弱，博弈重磅政策出台的预期越强。9月24日央行降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例，引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近，预计平均降幅在0.5个百分点左右，统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，将全国层面的二套房贷款最低首付比例由25%下调至15%，如果政策效果一般，博弈行情将持续存在。个股端推荐贝壳-W、华润置地、中国海外宏洋集团。

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行业基本面超预期下行；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		PE	
					2024E	2025E	2024E	2025E
2423.HK	贝壳-W	优于大市	38.35	1,263	2.46	2.51	15.6	15.3
1109.HK	华润置地	优于大市	21.15	1,365	3.65	3.69	5.8	5.7
0081.HK	中国海外宏洋集团	优于大市	1.48	48	0.45	0.42	3.3	3.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

销售仍然低迷，房价持续承压	7
销售规模降幅收窄，但相对历史同期仍在低位.....	7
房价下行趋势未止，购房者观望情绪仍重.....	11
开发投资寒意未消，房企融资边际改善	16
房企投资意愿不足，土地市场表现冷淡.....	16
房企融资边际改善，但销售回款仍是主要拖累.....	19
新开工未有起色，竣工降幅持续扩大	21
新开工降幅收窄，但规模仍在低位.....	21
竣工降幅持续扩大，下行趋势明确.....	22
投资建议	23
风险提示	24

图表目录

图 1: 商品房销售额累计同比.....	7
图 2: 商品房销售额单月同比.....	7
图 3: 商品房销售面积累计同比.....	7
图 4: 商品房销售面积单月同比.....	7
图 5: 商品房单月销售金额与 2019 年同期相比.....	8
图 6: 商品房单月销售面积与 2019 年同期相比.....	8
图 7: 百强房企单月销售额及同比.....	8
图 8: 百强房企当年销售额累计同比.....	8
图 9: 百强房企历年单月销售额 (单位: 亿元)	9
图 10: 百强房企单月销售额相比 2019 同期.....	9
图 11: Top20 房企 2024 年 1-8 月累计销售额及累计同比.....	9
图 12: 30 城新建商品房单月成交面积及同比.....	10
图 13: 30 城新建商品房当年累计成交面积同比.....	10
图 14: 18 城二手住宅单月成交套数及同比.....	10
图 15: 18 城二手住宅当年累计成交套数同比.....	10
图 16: 30 城新建商品房单月成交面积相比 2019 同期.....	10
图 17: 18 城二手住宅单月成交套数相比 2019 同期.....	10
图 18: 商品房销售均价累计同比.....	11
图 19: 商品房销售均价单月同比.....	11
图 20: 70 个大中城市新建商品住宅销售价格同比.....	11
图 21: 70 个大中城市新建商品住宅销售价格环比.....	11
图 22: 各能级城市新建商品住宅销售价格同比.....	12
图 23: 各能级城市新建商品住宅销售价格环比.....	12
图 24: 70 个大中城市二手住宅销售价格同比.....	12
图 25: 70 个大中城市二手住宅销售价格环比.....	12
图 26: 各能级城市二手住宅销售价格同比.....	13
图 27: 各能级城市二手住宅销售价格环比.....	13
图 28: 一线城市冰山指数 (二手房边际挂牌价)	13
图 29: 主流二线城市冰山指数 (二手房边际挂牌价)	13
图 30: 中国 14 个核心城市二手房边际挂牌价变动比例 (截至 2024 年 9 月 8 日)	14
图 31: 城镇储户对未来房价预期.....	15
图 32: 城镇储户对未来收入信心及就业预期指数.....	15
图 33: 城镇储户未来 3 个月准备增加"购房"支出的比例.....	15
图 34: 居民部门杠杆率 (%)	15
图 35: 中国 14 个核心城市租金收益率 (截至 2024 年 8 月)	16
图 36: 中国 14 个核心城市城市房价收入比 (截至 2024 年 8 月)	16
图 37: 房地产开发投资累计同比.....	17

图 38: 房地产开发投资单月同比.....	17
图 39: 百强房企单月拿地金额及同比.....	17
图 40: 百强房企当年累计拿地金额同比.....	17
图 41: 百强房企历年单月拿地金额 (单位: 亿元)	17
图 42: 百强房企单月拿地金额相比 2020 同期.....	17
图 43: 300 城住宅用地单月成交面积及同比.....	18
图 44: 300 城住宅用地当年累计成交面积同比.....	18
图 45: 300 城住宅用地历年单月成交面积 (单位: 万 m ²)	18
图 46: 300 城住宅用地单月成交溢价率.....	18
图 47: 国有土地使用权出让单月收入及单月同比.....	19
图 48: 国有土地使用权出让收入当年累计同比.....	19
图 49: 历年国有土地使用权出让单月收入 (单位: 亿元)	19
图 50: 国有土地使用权出让单月收入与 2019 年同期相比.....	19
图 51: 房地产开发企业到位资金累计同比.....	20
图 52: 房地产开发企业到位资金单月同比.....	20
图 53: 房企到位资金中国内贷款占比 vs 销售回款占比.....	20
图 54: 国内贷款拉动 vs 销售回款拉动.....	20
图 55: 房企非银融资单月发行总额及同环比.....	21
图 56: 房企非银融资单月发行额的类别构成.....	21
图 57: 房企非银融资发行总额当年累计同比.....	21
图 58: 分类别房企非银融资发行额累计同比.....	21
图 59: 房屋新开工面积累计同比.....	22
图 60: 房屋新开工面积单月同比.....	22
图 61: 历年房屋单月新开工面积 (单位: 万 m ²)	22
图 62: 单月新开工面积与 2019 年同期相比.....	22
图 63: 房屋竣工面积累计同比.....	23
图 64: 房屋竣工面积单月同比.....	23
图 65: 历年房屋单月竣工面积 (单位: 万 m ²)	23
图 66: 单月竣工面积与 2019 年同期相比.....	23

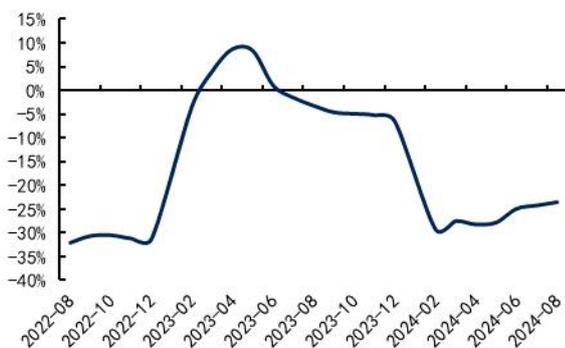
表1：中国 14 个核心城市二手房边际挂牌价及降幅.....	14
表2：重点公司盈利预测与估值（截至 2024 年 9 月 23 日）.....	24

销售仍然低迷，房价持续承压

销售规模降幅收窄，但相对历史同期仍在低位

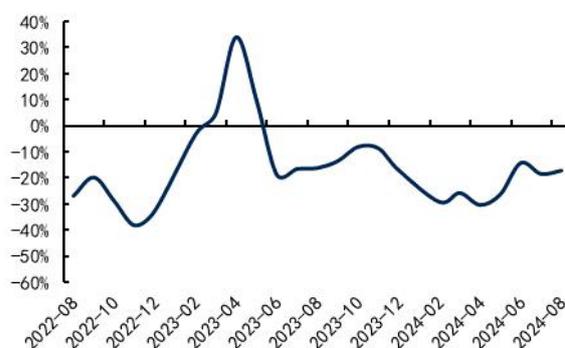
根据统计局数据，2024年1-8月，商品房销售额59723亿元，同比-23.6%，降幅较1-7月收窄了0.7个百分点；8月单月，商品房销售额同比-17.2%，降幅较7月收窄了1.3个百分点。2024年1-8月，商品房销售面积60602万 m^2 ，同比-18.0%，降幅较1-7月收窄了0.6个百分点；8月单月，商品房销售面积同比-12.6%，降幅较7月收窄了2.8个百分点。销售累计同比降幅收窄有基数降低的原因，观察相对历史同期的销售规模，8月单月商品房销售额和销售面积仅分别相当于2019年同期的52%和49%，仍处于较低的水平。

图1: 商品房销售额累计同比



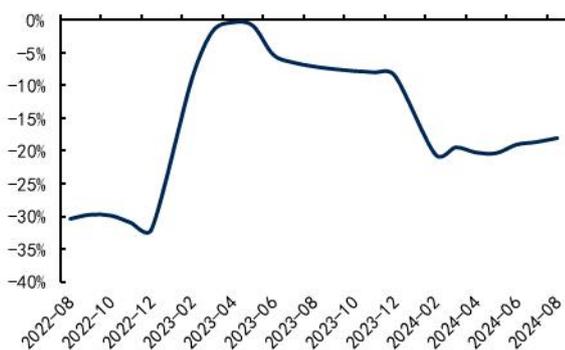
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 商品房销售额单月同比



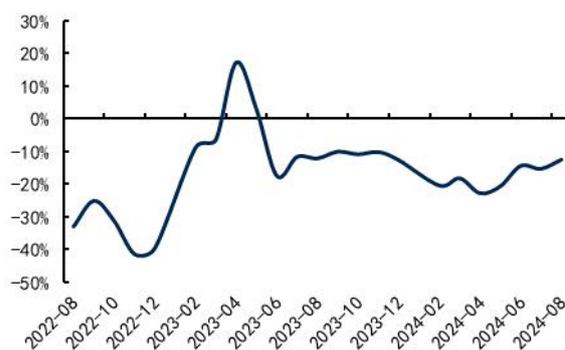
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 商品房销售面积累计同比



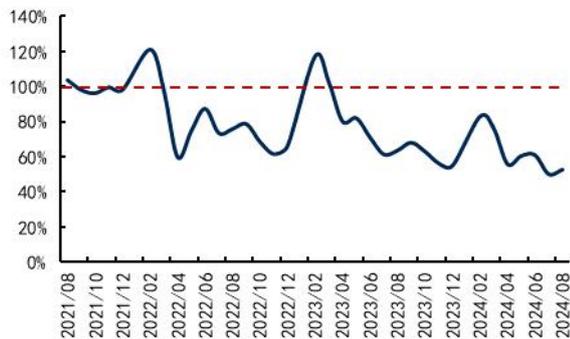
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 商品房销售面积单月同比



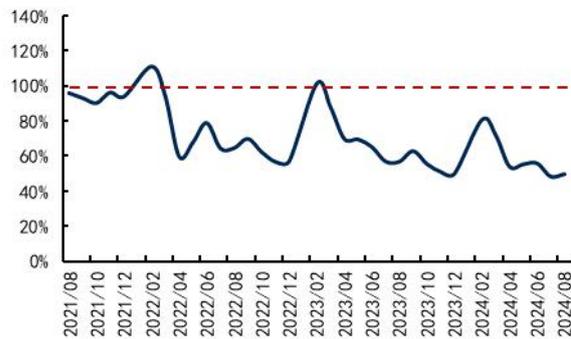
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 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

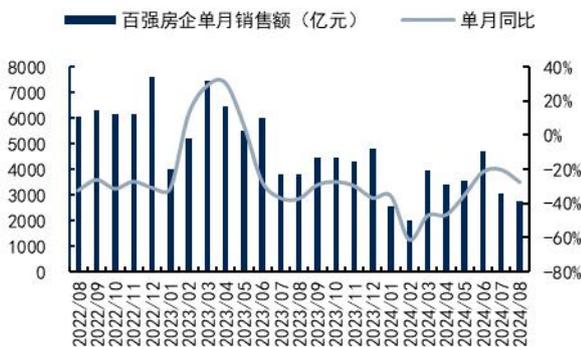
图6: 商品房单月销售面积与 2019 年同期相比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

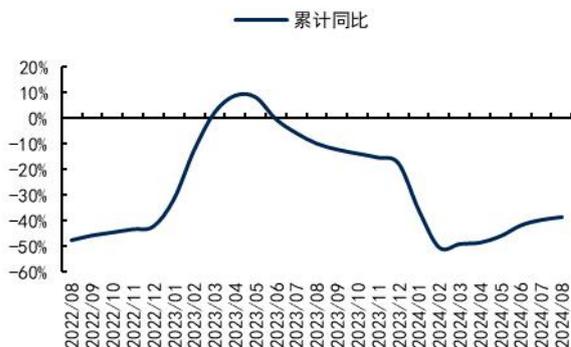
从房企维度看, 根据克而瑞销售榜单, 2024 年 1-8 月, 百强房企全口径销售额 25869 亿元, 累计同比-39%, 降幅较 1-7 月收窄了 1.1 个百分点。8 月单月, 百强房企销售额为 2725 亿元, 同比-28%, 约为 2019 年同期的 31%。Top20 房企 2024 年 1-8 月累计销售额同比仍均为负数。

图7: 百强房企单月销售额及同比



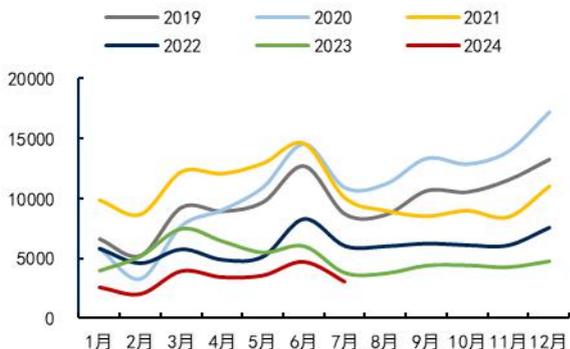
资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图8: 百强房企当年销售额累计同比



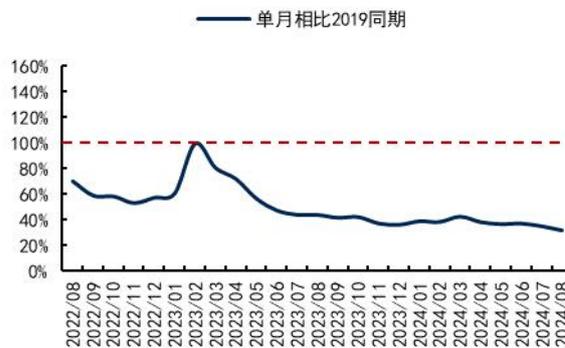
资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图9: 百强房企历年单月销售额 (单位: 亿元)



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图10: 百强房企单月销售额相比 2019 同期



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

图11: Top20 房企 2024 年 1-8 月累计销售额及累计同比



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

从城市维度看, 新房市场, 2024 年 1-8 月, 30 城新建商品房成交面积为 5980 万 m^2 , 累计同比-32%, 降幅较 1-7 月收窄 1.2 个百分点; 8 月单月, 30 城新建商品房成交面积为 705 万 m^2 , 环比-10%, 同比-22%。二手房市场, 2024 年 1-8 月, 18 城二手住宅成交套数为 49.0 万套, 累计同比-2%, 降幅较 1-7 月收窄 1.8 个百分点; 8 月单月, 18 城二手住宅成交套数为 6.2 万套, 环比-15%, 同比+13%。

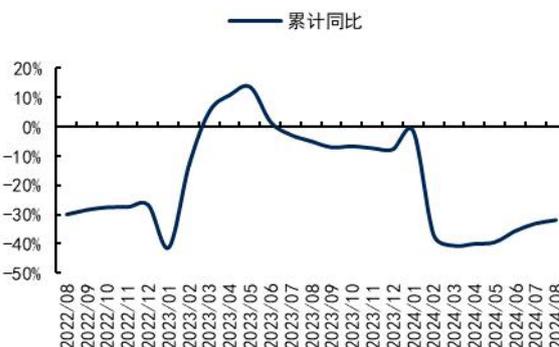
与历史同期相比, 2024 年 8 月, 30 城新建商品房的单月成交面积约为 2019 年同期的 50%, 而 18 城二手住宅单月成交套数约为 2019 年同期的 102%, 显然二手房销售情况始终好于新房。

图12: 30城新建商品房单月成交面积及同比



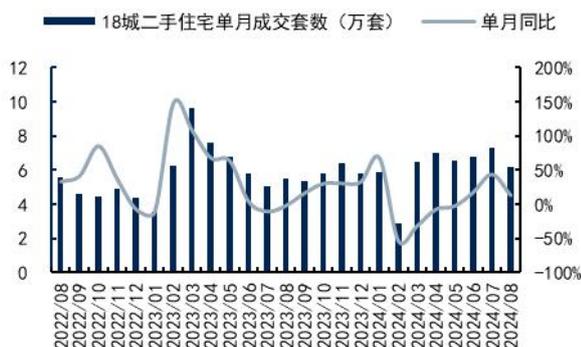
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 30城新建商品房当年累计成交面积同比



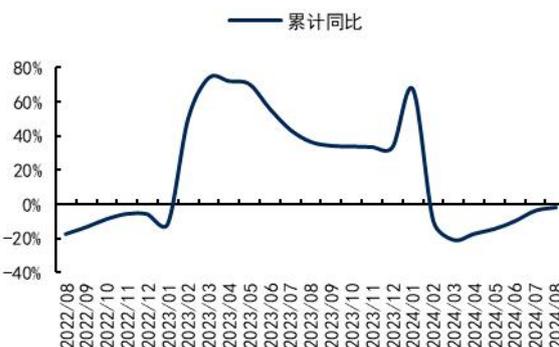
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 18城二手住宅单月成交套数及同比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 18城二手住宅当年累计成交套数同比



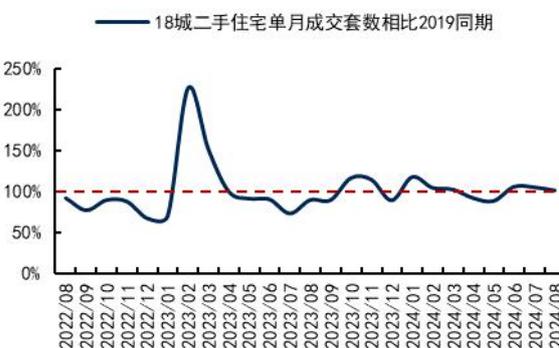
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 30城新建商品房单月成交面积相比2019同期



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图17: 18城二手住宅单月成交套数相比2019同期

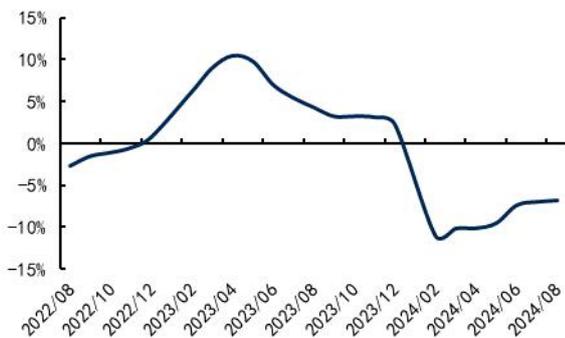


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

房价下行趋势未止，购房者观望情绪仍重

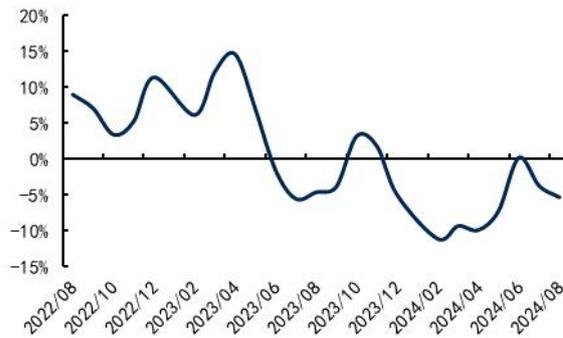
根据统计局数据，2024年1-8月，全国商品房销售均价9855元/㎡，同比-6.8%，降幅较1-7月收窄了0.2个百分点；8月单月，商品房销售均价9906元/㎡，同比-5.3%，环比-0.4%。

图18: 商品房销售均价累计同比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图19: 商品房销售均价单月同比

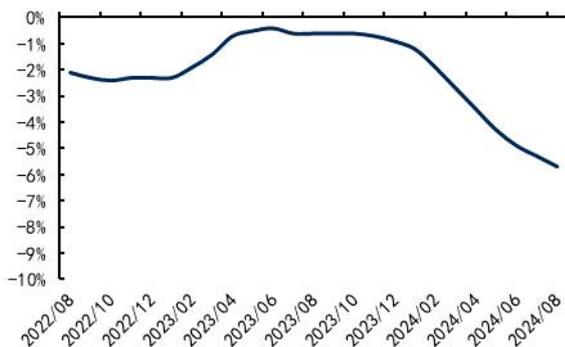


资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

从城市维度看，2024年8月，70个大中城市新建商品住宅和二手住宅销售价格同比均扩大，同时二手房价的领先指标边际挂牌价仍在持续下行。考虑到二手住宅降价幅度对潜在购房者的决策影响，新房价格仍面临较大压力。

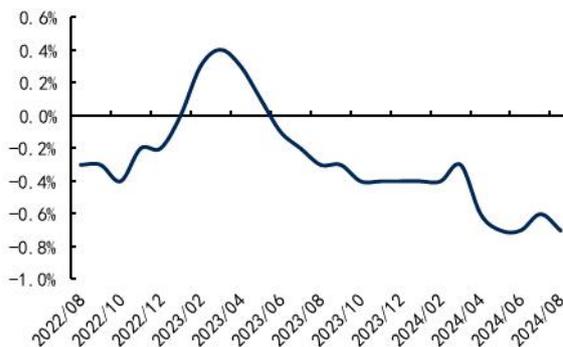
- ◆ 从新房市场看，2024年8月，70个大中城市新建商品住宅销售价格同比-5.7%，较上月扩大了0.4个百分点，环比-0.7%；分城市能级看，一线、二线、三线城市新建商品住宅价格同比分别-4.2%、-5.3%、-6.2%，环比分别为-0.3%、-0.7%、-0.8%。从月度数据看，各能级城市新房价格同比降幅均未收窄。

图20: 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21: 70个大中城市新建商品住宅销售价格环比



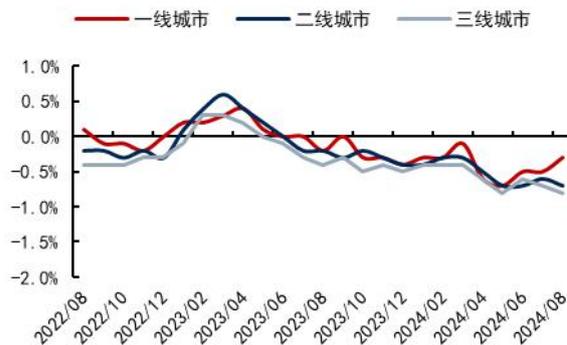
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图22: 各能级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

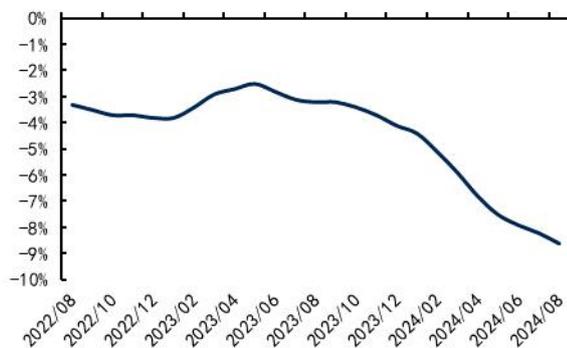
图23: 各能级城市新建商品住宅销售价格环比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

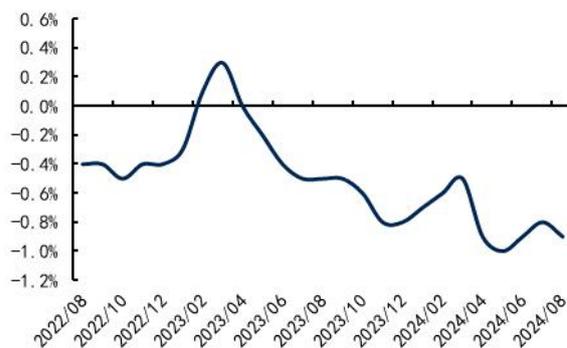
- ◆ 从二手房市场看, 2024年8月, 70个大中城市二手住宅销售价格同比-8.6%, 较上月扩大了0.4个百分点, 环比-0.9%; 分城市能级看, 一线、二线、三线城市二手住宅价格同比分别-9.4%、-8.6%、-8.5%, 环比分别-0.9%、-1.0%、-0.9%。从月度数据看, 各能级城市二手房价格的同比跌幅和环比降幅均明显大于新房, 房价难言企稳。

图24: 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25: 70个大中城市二手住宅销售价格环比



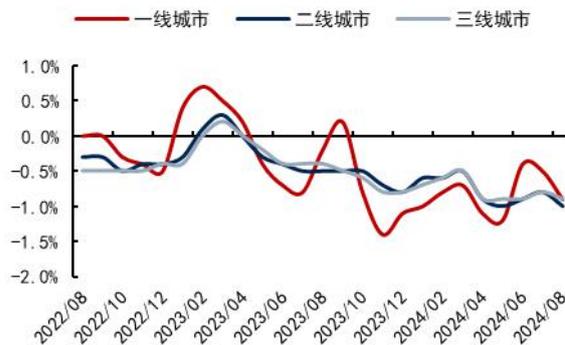
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 各能级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

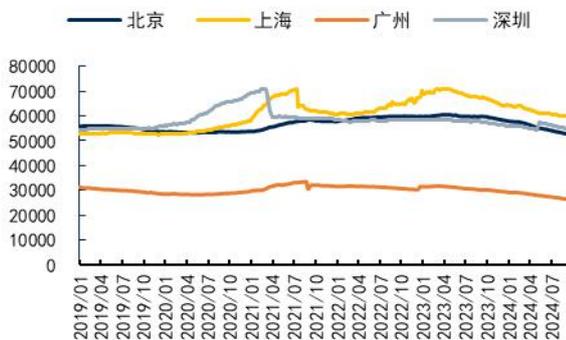
图27: 各能级城市二手住宅销售价格环比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

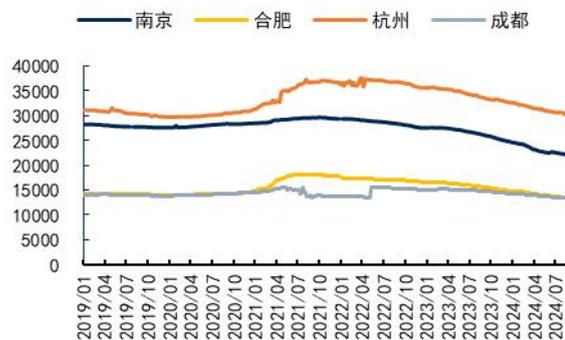
- ◆ 从二手房价的领先指标边际挂牌价看, 根据冰山大数据发布的冰山指数, 截至2024年9月初, 中国14个核心城市二手房边际挂牌价的年内平均降幅为-8%, 同比平均跌幅-11%, 相对历史最高点平均跌幅为-24%。从周度数据观察, 主流城市二手房边际挂牌价仍在持续下行。考虑到房价下行期, 二手房成交价相对挂牌价的议价空间更大, 各城市二手房价实际跌幅更大。

图28: 一线城市冰山指数 (二手房边际挂牌价)



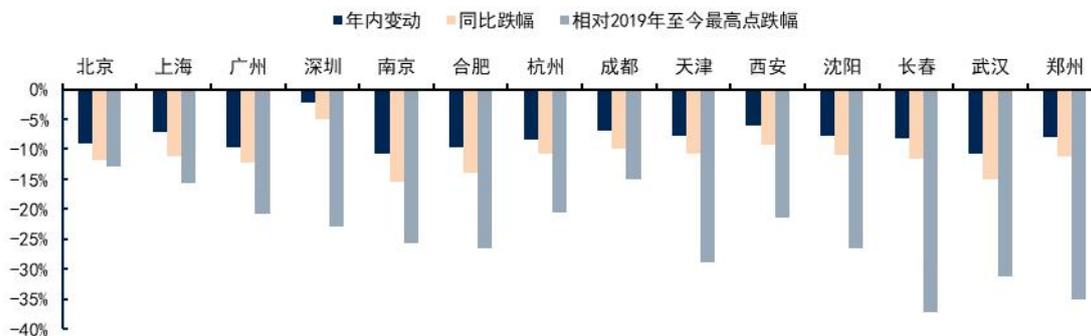
资料来源: 冰山大数据, 国信证券经济研究所整理

图29: 主流二线城市冰山指数 (二手房边际挂牌价)



资料来源: 冰山大数据, 国信证券经济研究所整理

图30: 中国 14 个核心城市二手房边际挂牌价变动比例（截至 2024 年 9 月 8 日）



资料来源：冰山大数据，国信证券经济研究所整理

表1: 中国 14 个核心城市二手房边际挂牌价及降幅

城市	挂牌价 (2024/9/8)	年内变动	2019 年至今最高点日期	相对最高点跌幅
北京	52892	-9%	2023/4/16	-13%
上海	59826	-7%	2023/4/2	-16%
广州	26613	-10%	2021/8/15	-21%
深圳	54739	-2%	2021/3/7	-23%
南京	21999	-11%	2021/10/3	-26%
合肥	13344	-10%	2021/8/29	-27%
杭州	29891	-8%	2022/3/27	-20%
成都	13290	-7%	2021/7/25	-15%
天津	15235	-8%	2019/1/6	-29%
西安	13368	-6%	2021/7/18	-21%
沈阳	7734	-8%	2021/4/11	-27%
长春	6991	-8%	2019/1/6	-37%
武汉	11699	-11%	2019/2/10	-31%
郑州	9321	-8%	2019/1/6	-35%
平均数		-8%		-24%

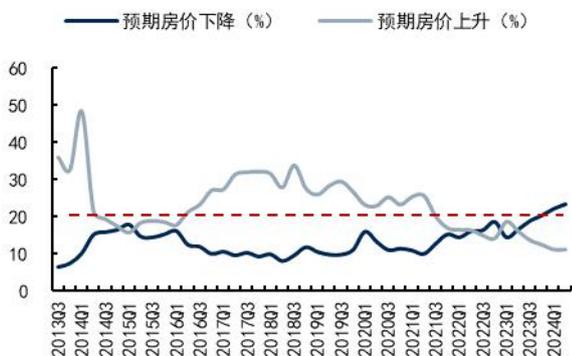
资料来源：冰山大数据，国信证券经济研究所整理

在房价持续下跌的背景下，购房者观望情绪较重。

- ◆ 居民对房价走势的预期悲观。2024Q2，央行城镇储户问卷调查显示，居民预期房价上涨的比例仅 11.0%，而居民预期房价下降的比例则陡升至 23.2%，继续创近十年新高。
- ◆ 居民收入信心不足。2024Q2，央行城镇储户问卷调查显示，居民收入信心指数已经连续 12 个季度不高于荣枯线 50%。
- ◆ 居民杠杆率已居高位。根据国际清算银行数据，截至 2023 年末，中国居民杠杆率为 62%，已接近发达国家平均水平。

因此，虽然需求端利好政策不断出台，主流城市首付比例和房贷利率一降再降，但与历史周期相比，本轮着力提高居民加杠杆能力的利好举措对地产销售的提振效果一般。

图31: 城镇储户对未来房价预期



资料来源: 央行城镇储户问卷调查报告, 国信证券经济研究所整理

图32: 城镇储户对未来收入信心及就业预期指数



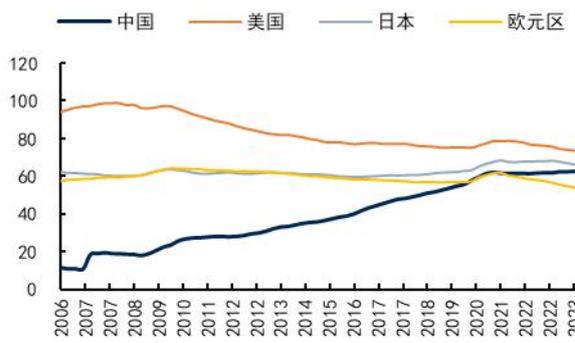
资料来源: 央行城镇储户问卷调查报告, 国信证券经济研究所整理

图33: 城镇储户未来3个月准备增加“购房”支出的比例



资料来源: 央行城镇储户问卷调查报告, 国信证券经济研究所整理

图34: 居民部门杠杆率 (%)



资料来源: 国际清算银行, 国信证券经济研究所整理

从租金收益率和房价收入比的角度看, 大部分主流城市房价水平逐渐趋于合理位置, 居民购房负担有所减轻。待收入预期和房价预期企稳, 购房者的观望情绪将有望减弱。

- ◆ 租金收益率: 14 个核心城市按 8 月二手房成交价计算平均为 1.9%, 按冰山指数二手房边际挂牌价计算平均为 2.3%。其中, 4 个一线城市按 8 月二手房成交价计算平均为 1.5%, 按冰山指数二手房边际挂牌价计算平均为 1.7%。
- ◆ 房价收入比: 以标准家庭户 (平均人口 2.62) 购买一套 90 m²住宅为例, 14 个核心城市按 8 月二手房成交价计算平均需要 13 年, 按冰山指数二手房边际挂牌价计算平均需要 11 年。其中, 4 个一线城市按 8 月二手房成交价计算平均需要 22 年, 按冰山指数二手房边际挂牌价计算平均需要 20 年。

图35: 中国 14 个核心城市租金收益率（截至 2024 年 8 月）

城市	房价		租金	租金收益率	
	二手房边挂牌价	8月二手房成交均价 (元/m ²)	8月住宅租赁价格中位数 (元/m ² /月)	按成交价计算	按挂牌价计算
北京	52892	58925	84.8	1.7%	1.9%
上海	59826	54819	77.5	1.7%	1.6%
广州	26613	31987	41.0	1.5%	1.8%
深圳	54739	65614	64.6	1.2%	1.4%
南京	21999	25525	41.8	2.0%	2.3%
合肥	13344	18567	25.4	1.6%	2.3%
杭州	29891	36121	51.3	1.7%	2.1%
成都	13290	14739	28.9	2.4%	2.6%
天津	15235	15830	27.7	2.1%	2.2%
西安	13368	16293	23.7	1.7%	2.1%
沈阳	7734	9439	19.6	2.5%	3.0%
长春	6991	8849	20.8	2.8%	3.6%
武汉	11699	14470	24.4	2.0%	2.5%
郑州	9321	13392	18.2	1.6%	2.3%
平均				1.9%	2.3%

资料来源：冰山大数据、中指研究院，国信证券经济研究所整理

图36: 中国 14 个核心城市城市房价收入比（截至 2024 年 8 月）

城市	房价		居民收入	房价收入比（以家庭户购买90m ² 为例）	
	二手房边挂牌价	8月二手房成交均价 (元/m ²)	2023年城镇居民人均可支配收入 (元)	按成交价计算	按挂牌价计算
北京	52892	58925	88650	23	20
上海	59826	54819	89477	21	23
广州	26613	31987	80501	14	11
深圳	54739	65614	76427	29	25
南京	21999	25525	79858	11	9
合肥	13344	18567	59609	11	8
杭州	29891	36121	80587	15	13
成都	13290	14739	57697	9	8
天津	15235	15830	55355	10	9
西安	13368	16293	51178	11	9
沈阳	7734	9439	53650	6	5
长春	6991	8849	45480	7	5
武汉	11699	14470	61693	8	7
郑州	9321	13392	48740	9	7
平均				13	11

资料来源：冰山大数据、中指研究院，国信证券经济研究所整理

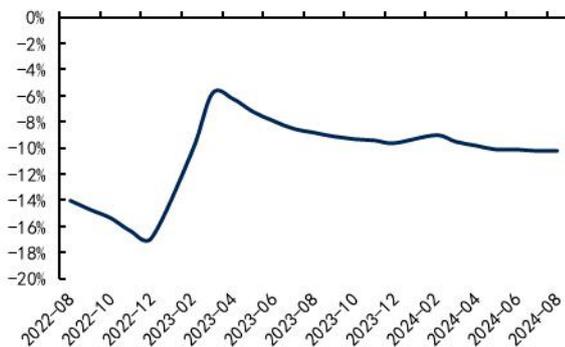
开发投资寒意未消，房企融资边际改善

房企投资意愿不足，土地市场表现冷淡

根据统计局数据，2024 年 1-8 月，房地产开发投资额 69284 亿元，同比-10.2%，降幅与 1-7 月持平。8 月单月，房地产开发投资额同比-10.2%，降幅较 7 月收窄了 0.6 个百分点。

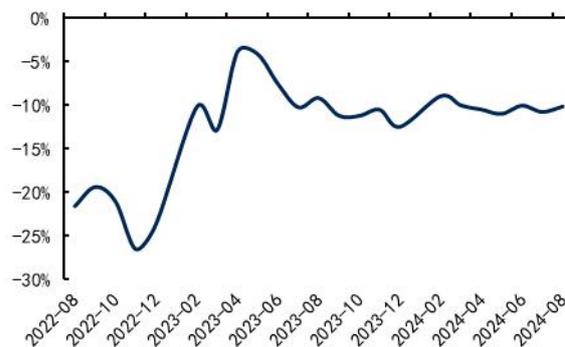
从房企维度看，根据中指研究院数据，2024 年 1-8 月，百强房企权益拿地额 4731 亿元，累计同比-40%，降幅较 1-7 月扩大了 2 个百分点。8 月单月，百强房企权益拿地额 424 亿元，同比-55%，仅相当于 2020 年同期的 17%，与历年同期相比均处于极低水平，房企拿地意愿明显不足。

图37: 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38: 房地产开发投资单月同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图39: 百强房企单月拿地金额及同比



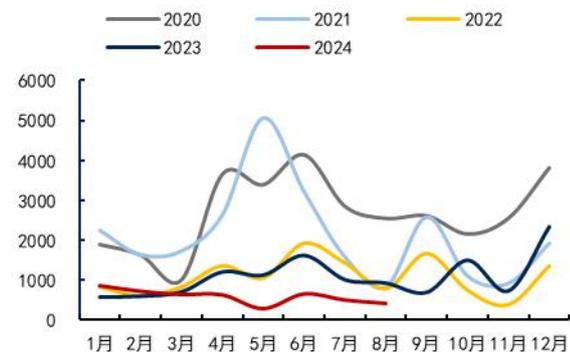
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图40: 百强房企当年累计拿地金额同比



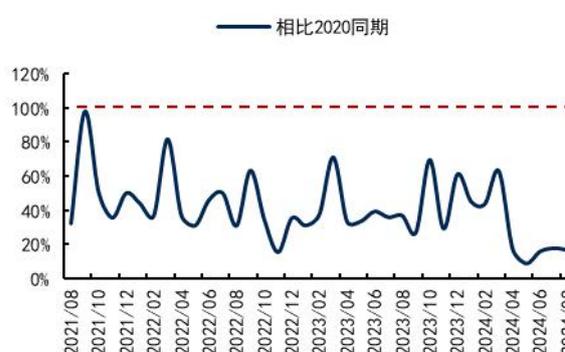
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图41: 百强房企历年单月拿地金额 (单位: 亿元)



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图42: 百强房企单月拿地金额相比2020 同期



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

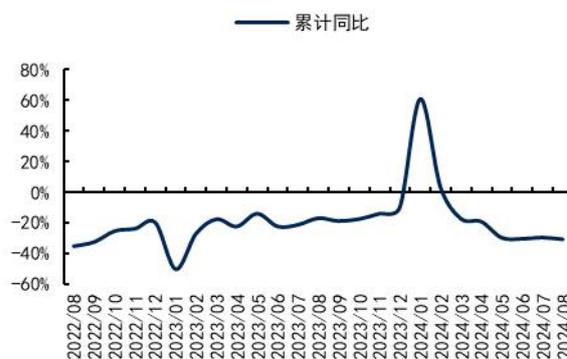
从城市住宅用地成交规模看，根据中指研究院数据，2024年1-8月，300城住宅用地成交建面9244万 m^2 ，累计同比-31%，降幅较1-7月收窄了1个百分点。8月单月，300城住宅用地成交建面1587万 m^2 ，同比-36%，仍处于历史同期最低水平；300城住宅用地当月成交溢价率4.6%，仍处于低位。

图43: 300城住宅用地单月成交面积及同比



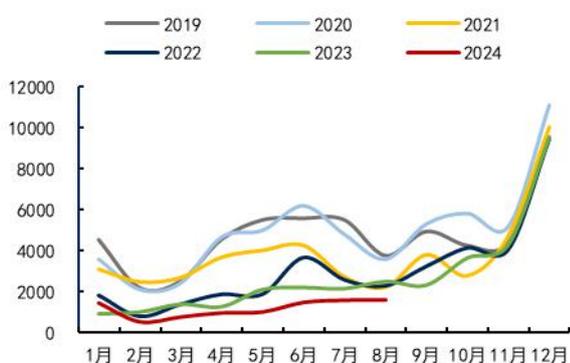
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图44: 300城住宅用地当年累计成交面积同比



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图45: 300城住宅用地历年单月成交面积（单位：万 m^2 ）



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图46: 300城住宅用地单月成交溢价率



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

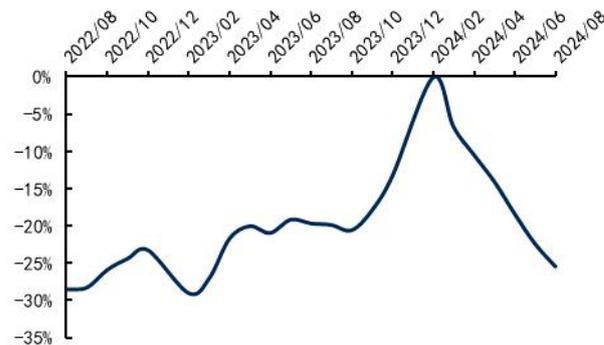
从全国土地出让收入规模看，根据财政部数据，2024年1-8月，国有土地使用权出让收入20218亿元，同比-25%，降幅较1-7月扩大了3个百分点。8月单月，国有土地使用权出让收入2455亿元，同比-42%，仅相当于2019年同期的46%，与历年同期相比均处于极低水平，地方政府土地财政压力仍然较大。

图47: 国有土地使用权出让单月收入及单月同比



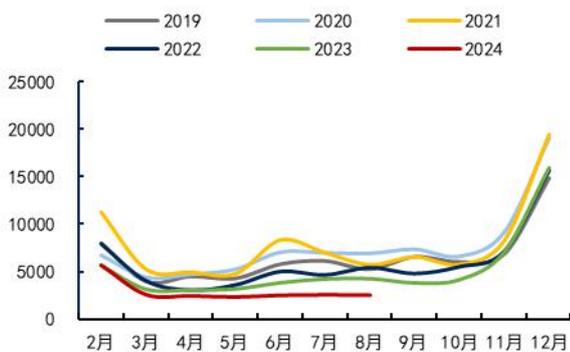
资料来源: 财政部、Wind, 国信证券经济研究所整理

图48: 国有土地使用权出让收入当年累计同比



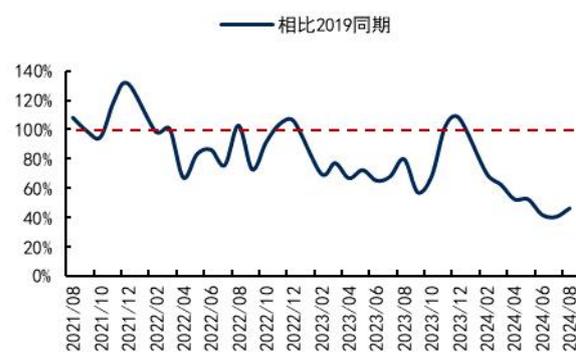
资料来源: 财政部、Wind, 国信证券经济研究所整理

图49: 历年国有土地使用权出让单月收入 (单位: 亿元)



资料来源: 财政部、Wind, 国信证券经济研究所整理

图50: 国有土地使用权出让单月收入与2019年同期相比

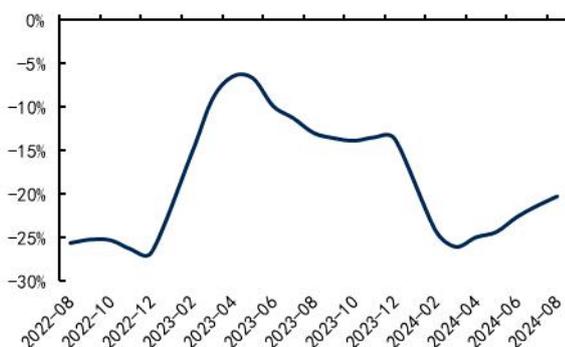


资料来源: 财政部、Wind, 国信证券经济研究所整理

房企融资边际改善，但销售回款仍是主要拖累

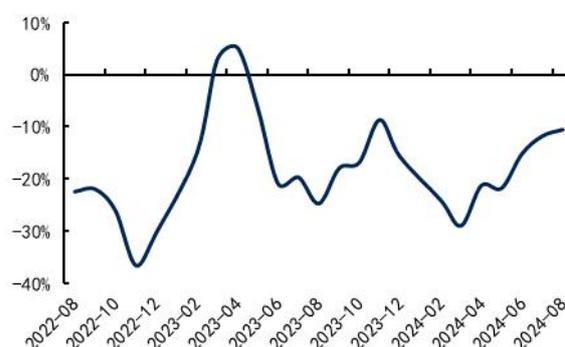
根据统计局数据，2024年1-8月，房企到位资金69932亿元，同比-20.2%，降幅较1-7月收窄了1.1个百分点；8月单月，房企到位资金同比-10.6%，降幅较7月收窄了1.3个百分点。拆解房企资金来源，2024年1-8月，国内贷款10229亿元，同比-5.1%；定金及预收款21078亿元，同比-30.2%；个人按揭贷款9920亿元，同比-35.8%。销售回款边际改善，但仍是房企资金压力的主要拖累项。

图51: 房地产开发企业到位资金累计同比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图52: 房地产开发企业到位资金单月同比



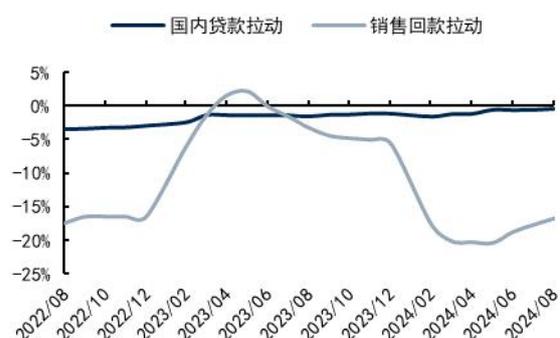
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图53: 房企到位资金中国内贷款占比 vs 销售回款占比



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图54: 国内贷款拉动 vs 销售回款拉动



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

此外, 根据中指院跟踪数据, 房企非银融资 8 月同环比均改善。

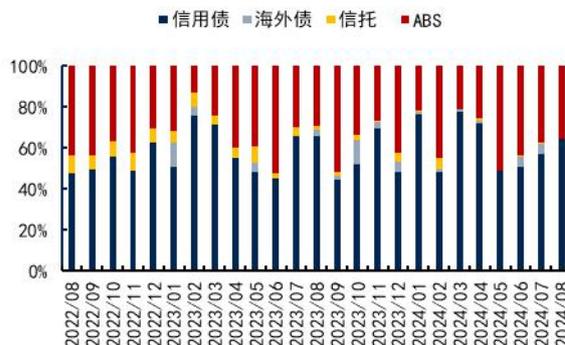
- ◆ 从单月值看, 同环比均改善。2024 年 8 月, 房企非银融资单月发行 550 亿元, 环比+51%, 单月同比-22%, 降幅较上月收窄了 31pct; 其中, 信用债、海外债、信托、ABS 发行额占比分别为 65%、0%、0%、35%, 分别较上月变动了+7pct、-5pct、-1pct、-2pct。
- ◆ 从累计值看, 同比降幅略有收窄。2024 年 1-8 月, 房企非银融资累计发行 3667 亿元, 同比-34%, 降幅较 1-7 月收窄了 1.7pct; 其中, 信用债、海外债、信托、ABS 累计发行同比分别为-28%、-54%、-85%、-35%, 分别较 1-7 月变动了+1pct、-10pct、-1pct、+4pct。

图55: 房企非银融资单月发行总额及同环比



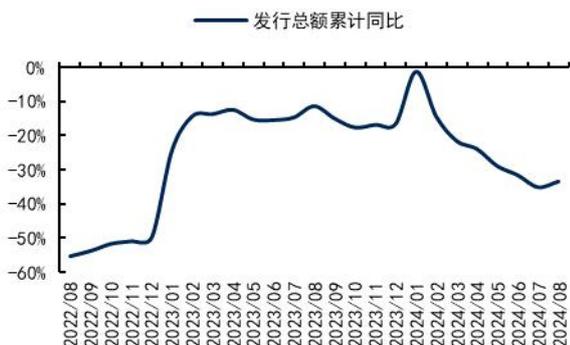
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图56: 房企非银融资单月发行额的类别构成



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图57: 房企非银融资发行总额当年累计同比



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图58: 分类别房企非银融资发行额累计同比



资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

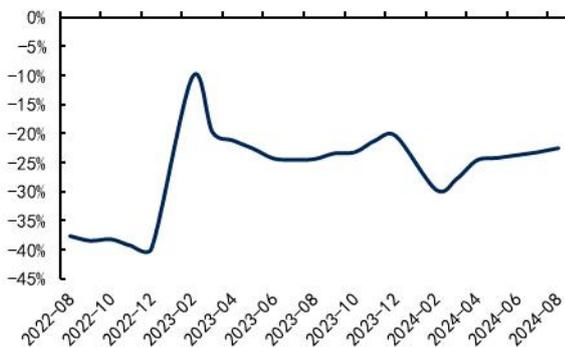
新开工未有起色，竣工降幅持续扩大

新开工降幅收窄，但规模仍在低位

根据统计局数据，2024年1-8月，房屋新开工面积49465万 m^2 ，同比-22.5%，降幅较1-7月收窄了0.7个百分点；8月单月，房屋新开工面积5732万 m^2 ，同比-16.7%，降幅较7月收窄了3.0个百分点。

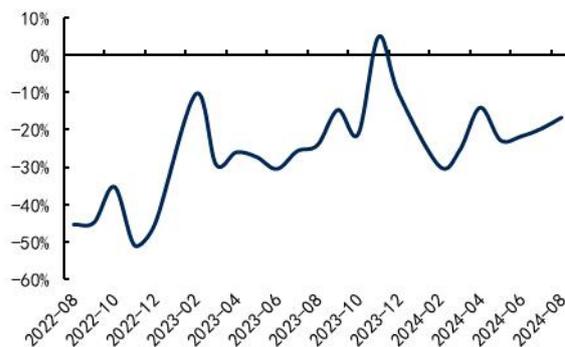
房企新开工安排与经营计划挂钩，也会综合考虑销售景气度合理调整节奏，通常6月份是新开工高峰，助力下半年推货销售。新开工是统计局诸多房地产指标中相比历史同期下滑最严重的，2024年8月，房屋单月新开工面积仅约为2019年同期的30%。

图59: 房屋新开工面积累计同比



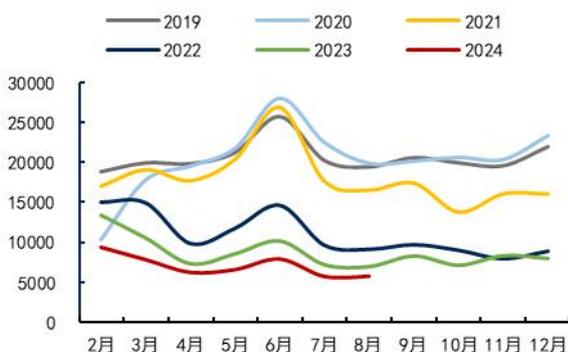
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图60: 房屋新开工面积单月同比



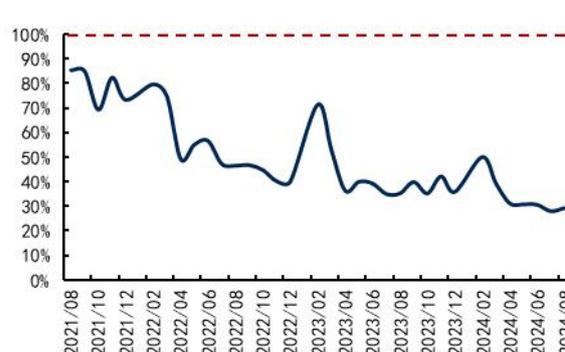
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图61: 历年房屋单月新开工面积 (单位: 万m²)



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图62: 单月新开工面积与2019年同期相比



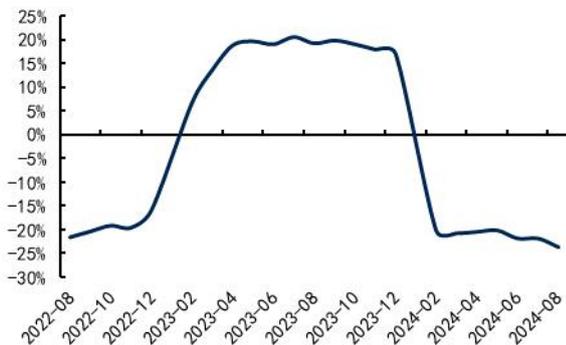
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

竣工降幅持续扩大，下行趋势明确

根据统计局数据，2024年1-8月，房屋竣工面积33394万m²，同比-23.6%，降幅较1-7月扩大了1.8个百分点；8月单月，房屋竣工面积3377万m²，同比-36.6%，降幅较7月扩大了14.8个百分点。

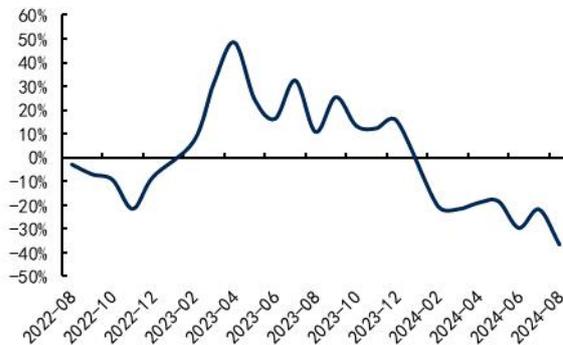
房屋竣工面积是滞后指标，房企竣工计划根据已售期房合同中约定的交付日期刚性排布，不受当前销售景气度的影响，通常12月份是竣工高峰。竣工是各项地产指标中相比历史同期表现最平稳的，2024年8月，房屋单月竣工面积约为2019年同期的70%，但未来下行趋势已注定。

图63: 房屋竣工面积累计同比



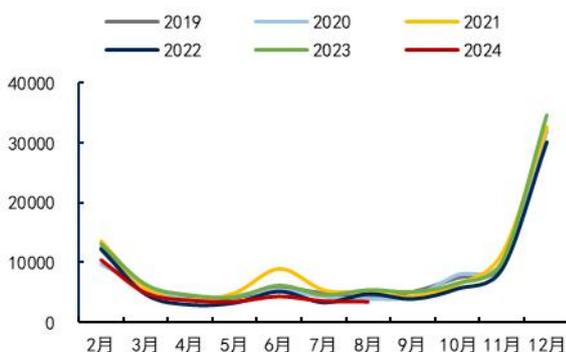
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图64: 房屋竣工面积单月同比



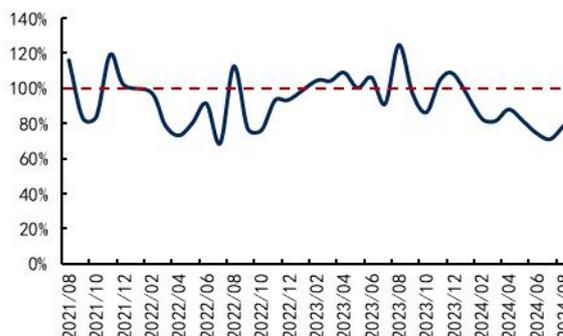
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图65: 历年房屋单月竣工面积 (单位: 万m²)



资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图66: 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

投资建议

8 月地产基本面调整尚未结束, 个别指标的边际改善仅为正常波动, 销售景气度仍然较低, 房价跌幅持续扩大。“金九银十”作为本年度最后的卖房窗口期, 有可能重复一季度的以价换量, 二手房挂牌量可能再次上升而价格下跌加速, 新房则会加大折扣力度。我们认为, 从房企价值角度, 房价止跌前, 基本面无法支撑房地产板块的趋势行情。从政策博弈角度, 当下基本面越弱, 博弈重磅政策出台的预期越强。9 月 24 日央行降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例, 引导商业银行将存量房贷利率降至新发放房贷利率附近, 预计平均降幅在 0.5 个百分点左右, 统一首套房和二套房的房贷最低首付比例, 将全国层面的二套房贷款最低首付比例由 25% 下调至 15%, 如果政策效果一般, 博弈行情将持续存在。个股端, 推荐贝壳-W、华润置地、中国海外宏洋集团。

表2: 重点公司盈利预测与估值 (截至 2024 年 9 月 23 日)

证券代码	证券简称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
					2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
2423.HK	贝壳-W	优于大市	38.35	1263	2.67	2.46	2.51	14.4	15.6	15.3
1109.HK	华润置地	优于大市	21.15	1365	3.89	3.65	3.69	5.4	5.8	5.7
0081.HK	中国海外宏洋集团	优于大市	1.48	48	0.65	0.45	0.42	2.3	3.3	3.5

资料来源: iFind, 国信证券经济研究所预测及整理

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行业基本面超预期下行; 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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所提及的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