



重启去库存，新周期再出发

2025年房地产行业投资策略

姓名 齐东（分析师）

证书编号：S0790522010002

邮箱：qidong@kysec.cn

姓名 胡耀文（分析师）

证书编号：S0790524070001

邮箱：huyaowen@kysec.cn

姓名 杜致远（联系人）

证书编号：S0790124070064

邮箱：duzhiyuan@kysec.cn

核心观点

1. 供需关系直接影响，居民预期为重要制约因素。我们认为本轮房地产周期房价下跌主要受供需关系和购房预期影响：成交端，2024年1-8月商品房销售面积绝对规模降至2015年水平；供应端，9月商品房待售面积依旧维持高位，二手房挂牌量自6月以来不断攀升，整体库存较大，供过于求的情况下，开发商和二手业主在避险趋势下降价出售，导致房价持续下跌。截至二季度末，预期未来更多储蓄占比维持高位，房价预期上涨比例降至14.6%，预期下行导致购房意愿不足的循环还在演绎。

2. 房价止跌回稳的几种路径。（1）政策：首付比例和存量利率下调有望修复购房预期，四个一线城市限购政策调整后，房价预期改善传递到低能级城市。（2）供应：从严控增量角度而言，322城1-9月宅地成交面积和金额分别同比-20%和-36%，后续去库存措施不断推进，供需关系扭转有望使房价企稳；针对新房户型优化层面，70/90限制放开、各地建筑新规出台，优质产品有望获得更多溢价，实现新房价格的企稳。（3）需求：我们估算居民住房资产负债率12.65%，处于较低区间，同时我国25年以上房龄住房占比27.5%，后续改善空间较大。（4）租金收益率：百城租金收益率持续提升，成都、武汉、长沙等二线城市及部分三四线城市租金收益率水平超过3%，基本接近甚至超过房贷利率水平，提升进一步提高了房产配置性价比。

3. 重启去库存，新周期的开始。我们认为2025年或将成为新一轮房地产去库存的元年，主要由三方面因素贡献：（1）新开工与销售之间的剪刀差：我们预测未来三年销售面积与新开工面积的累计剪刀差为8.28亿平，高于当前待售商品房库存；（2）收储商品房用作保障房，预计能帮助去化1.30亿平米库存。（3）城中村改造：预计100万套城中村改造能够预计能帮助去化0.75亿平米库存。我们预测2025-2026年销售面积分别为9.68、10.07亿平，对应增速2%、3%，销售均价增速0%、1.0%，对应商品房销售金额增速2.0%、4.0%；2025-2026年新开工面积分别为7.06、6.60亿平，对应增速-9%、-7%；竣工面积分别为8.72、8.19亿平，对应增速-6.3%、-6.1%。

4. 投资建议：2024年9月以来，中央政策持续加码，一揽子宏观政策“大礼包”推出，将积极提振房地产市场。本次一线城市房地产政策调整积极且迅速，房价“止跌回稳”路径显现。2025年或将成为新一轮去库存的起点，预计政策将带动销量反弹，并逐步改善房价预期，从而逐步实现行业基本面止跌回稳。推荐标的：（1）投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企：保利发展、绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产、滨江集团、建发国际集团；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：新城控股、龙湖集团；（3）二手房交易规模和渗透率持续提升：贝壳、我爱我家。

5. 风险提示：宏观经济下行、资金到位不及预期、行业竞争加剧。

目录

CONTENTS

1

本轮房价调整：供需关系直接影响，扭转居民预期是关键

2

展望未来：房价止跌回稳的几种路径

3

重启去库存，新周期的开始

4

投资建议

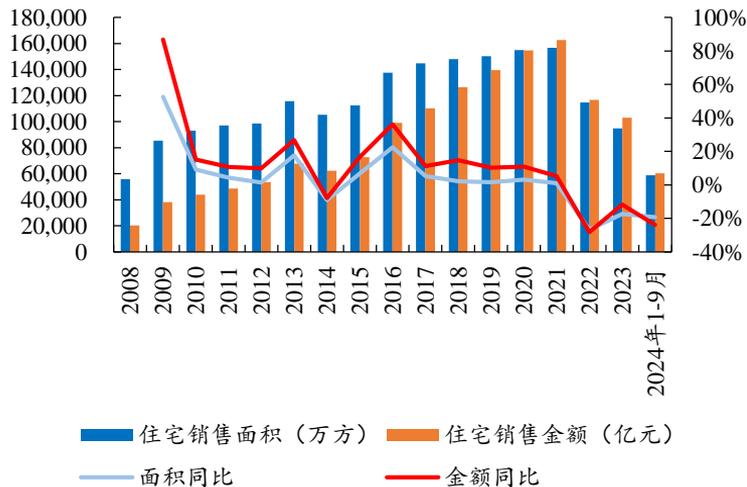
5

风险提示

1.1 商品房销售及开工面积下滑，待售面积高企

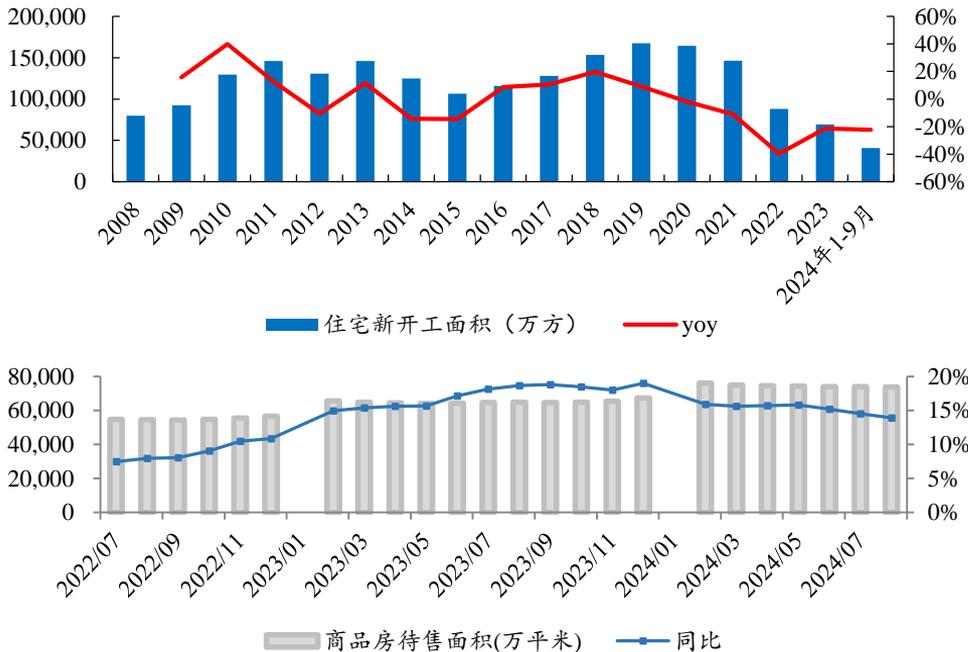
➤ 从成交端来看，商品房销售面积累计同比增速自2022年开始进入下跌通道，2024年1-9月销售面积绝对规模降至2015年水平。供应端来看，9月商品房待售面积（取证未售口径）达7.32亿平，为历史较高水平。

图1：商品住宅销售面积累计同比增速自2022年开始进入下跌通道



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：9月新开工面积仍下滑、待售面积依旧高企



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 二手房挂牌量上行，库存去化周期拉长

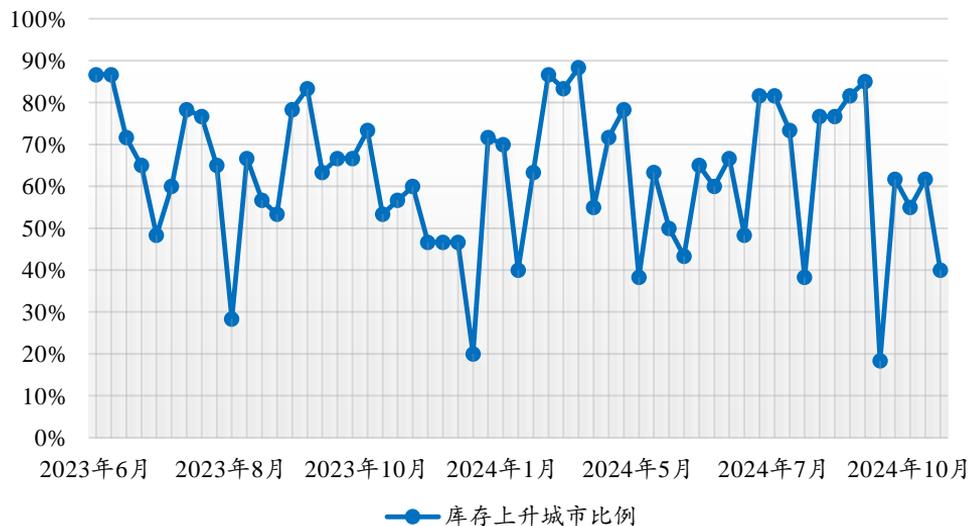
➢ 从二手房供应来看，挂牌量自6月以来不断攀升，叠加各地陆续取消的限售政策，当前二手房市场库存仍较大，对价格产生冲击。

图3：二手房挂牌量自2024年6月以来不断攀升



数据来源：链家、开源证券研究所

图4：2024年下半年以来库存上升城市比例更高

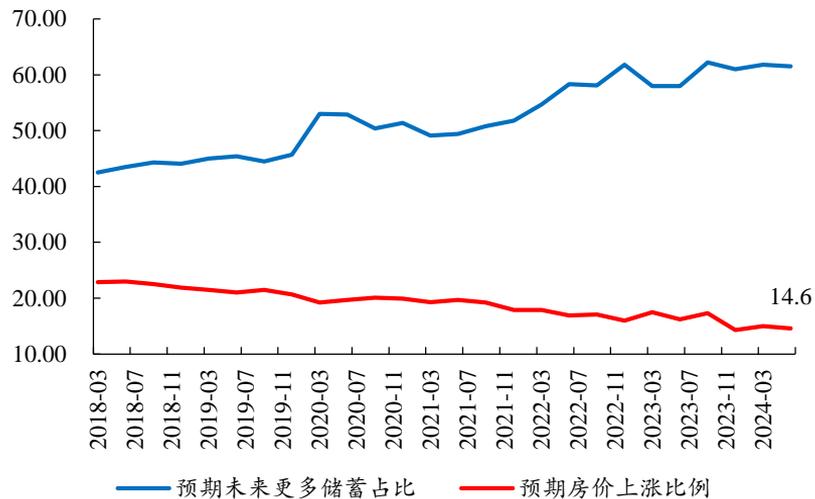


数据来源：链家、开源证券研究所

1.3 居民预期不足是本轮房价下跌主导因素

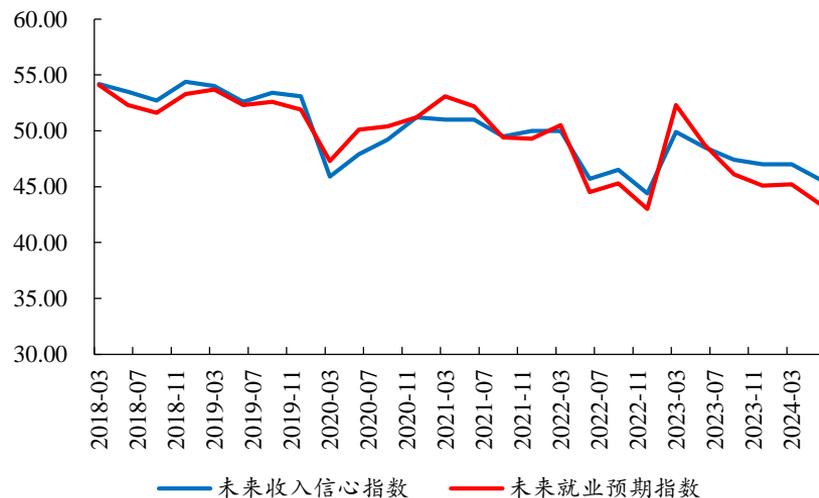
- 我们认为，居民预期不足是本轮房价下跌主导因素，就业和收入预期的下降影响风险决策，价格指数在时间上稍领先于购房意愿。后续来看，经济基本面的好转和收入预期的修复是价格企稳的关键。

图5：截至2024Q2居民预期房价上涨比例仅14.6%（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：居民未来收入信心指数和未来就业预期指数自2023Q1以来持续下降（%）

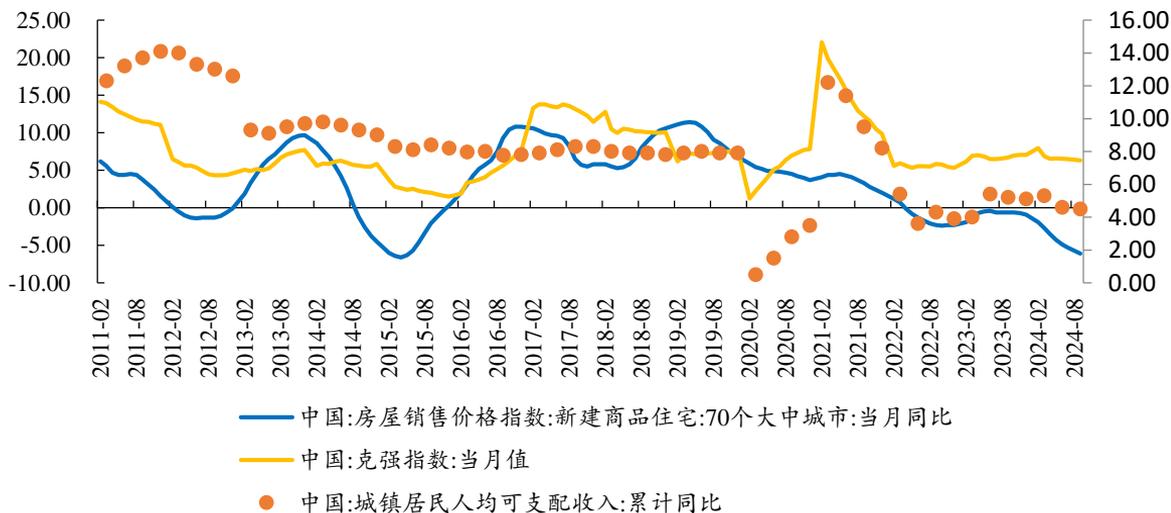


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4 房价增速和人均可支配收入增速有相关性

- 从过往的周期看，我们发现房价增速和人均可支配收入增速有相关性，当房价增速接近或超过人均可支配收入增速的时候，就会触发调控收紧，促使房价增速下降。2023年以来，城镇人均可支配收入增速与房价增速差距越来越大，于是宽松政策持续出台。

图7：房价增速和人均可支配收入增速有相关性（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1

本轮房价调整：供需关系直接影响，扭转居民预期是关键

2

展望未来：房价止跌回稳的几种路径

3

重启去库存，新周期的开始

4

投资建议

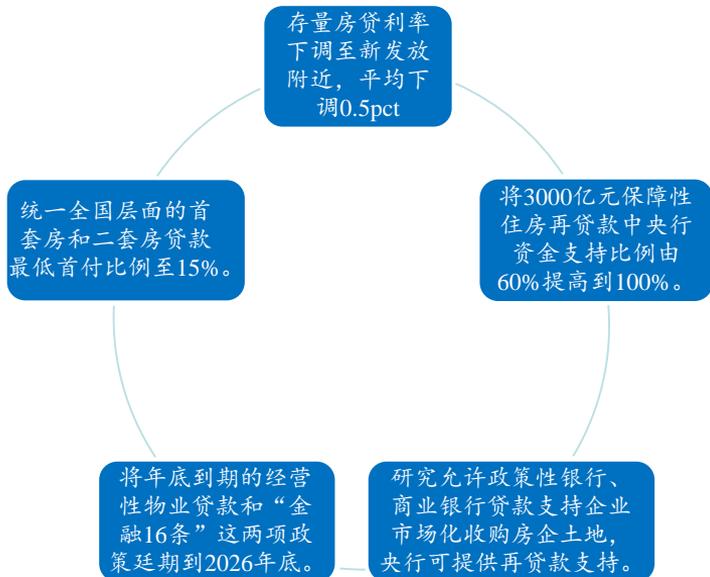
5

风险提示

表1：9月底以来中央购房政策整体宽松

日期	部门/城市	内容
2024/9/26	中央政治局会议	要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
2024/9/29	央行	商业银行应在10月31日前对存量房贷利率批量下调，降为不低于LPR减30个基点，使得利率水平靠近全国新发放房贷利率附近，预计平均降幅0.5个百分点左右。
2024/10/12	财政部	财政部副部长廖岷在国新办发布会上介绍，积极研究出台有利于房地产平稳发展的政策措施，主要包括：（1）支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，确有需求的地区也可用于新增土地储备项目；（2）用好专项债券来收购存量商品房用作保障性住房；（3）抓紧研究明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税政策，并进一步研究加大支持力度。
2024/10/18	五部门发布会	住建部部长倪虹在国新办新闻发布会上提出房地产政策组合拳：（1）四个取消：充分赋予城市政府调控自主权，取消限购、限售、限价、普宅非普宅认定标准；（2）四个降低：降低公积金贷款利率、降低住房贷款首付比例、降低存量贷款利率、降低卖旧买新换购住房的税费；（3）两个增加：通过货币化安置方式新增实现100万套城中村和危旧房改造，年底前将白名单项目信贷规模增加到4万亿。

图8：国新办发布会提出多举措推动房地产去库存



资料来源：央行、券商中国、开源证券研究所

资料来源：央行、新华社等、开源证券研究所

2.2 政策：房贷利率降至历史低位，稳定住房消费预期

- 本次存量房贷降息符合大家预期，也是去库存压力下的必然选择。我国经历过三轮下调，分别在2008、2023及2024年，过往两次存量按揭利率调整均有所成效，我们认为本轮调整虽然不能直接促进市场去库存，但短期市场信心或将得到改善。

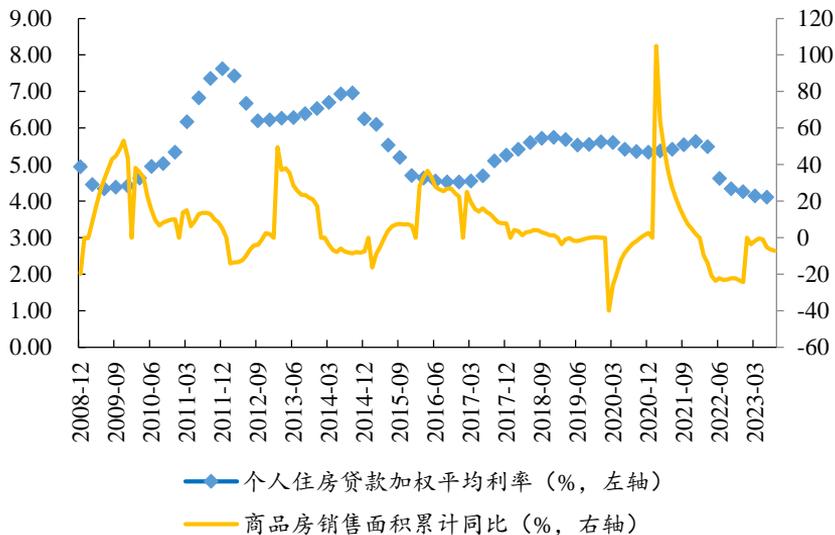
表2：央行三次降低存量住房贷款利率政策初衷不同

	2008年10月	2023年8月	2024年9月
政策目标	发挥房地产扩大内需、改善民生的重要作用，国家及时出台相关政策，促进房地产市场健康发展。	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，引导商业性个人住房贷款借贷双方有序调整优化资产负债，规范住房信贷市场秩序。	促进扩大消费和投资，也有利于减少提前还贷行为，同时还可以压缩违规置换存量房贷的空间，维护房地产市场平稳健康发展。
覆盖范围	居民首次购买普通自住房和改善型普通住房的贷款需求	(1) 首套个人住房贷款； (2) 认房不认贷后，符合首套住房标准的个人住房贷款。超过23万亿存量首套房贷，占存量房贷的约60%	全部存量房贷
存量按揭规模	2.98万亿 (2008年底)	38.40万亿 (2023年三季度末)	37.79万亿 (2024年二季度末)
下调力度及执行情况	个人住房贷款利率的下限从0.85倍调低至0.7倍。参考5年以上中长期贷款利率7.47%，调整力度为112BPs	按揭利率调整至贷款发放时的利率下限，调整后的加权平均利率为4.27%，平均下调73BPs	存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近（2024年二季度新发放住房贷款平均利率3.45%），平均下调50BPs左右
对消费的促进情况	未提及	减少居民利息支出约1700亿元	惠及5000万户家庭，1.5亿人口，平均每年减少家庭的利息支出总数大概1500亿元左右
对转按揭的态度	有条件放开，各个银行自主制定细则。	未提及	初期会先在本行内实施转按揭，下一步再考虑是否需要跨行转按揭。

资料来源：中国政府网、中指研究院等、开源证券研究所

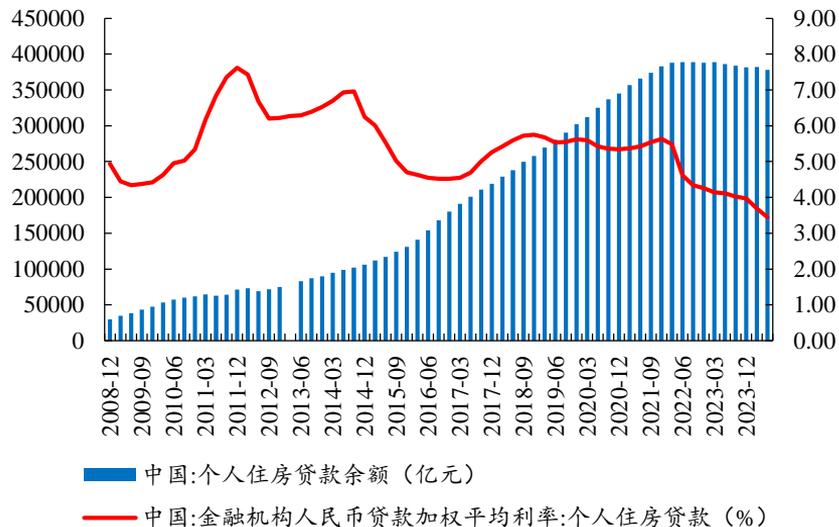
- 从历史来看，个人住房贷款加权利率和商品房销售面积增速成反相关，但2022年以来房贷利率下降并未能带动居民房贷增长，截至2024年二季度末，个人住房贷款余额达37.8万亿元，同比下降2.9%；房贷利率也降至3.45%的历史低位，后续仍有下降空间。

图9：从历史来看房贷利率和商品房价格同比增速成反相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：从历史来看房贷利率和商品房价格同比增速成反相关

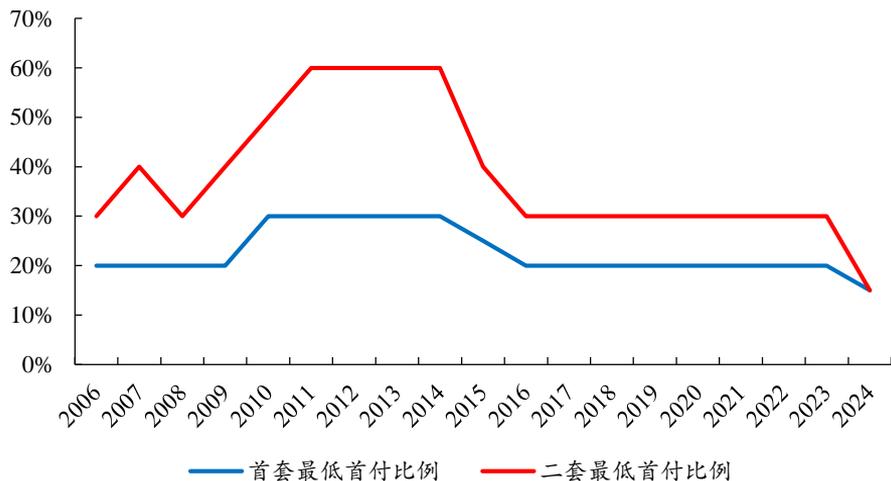


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 政策：首付比例继续降低，居民加杠杆意愿不足

- 虽然首付比例在下降，改善型需求购房门槛进一步降低，但我们认为当前市场环境下居民加杠杆意愿较弱。将房地产开发企业资金来源中定金及预收款占比近似等于首付比例，可以看出2023年以来首付比例仍处于向上通道。

图11：首二套房最低首付比均降至历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2023年以来首付比例仍处于向上通道



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 中央政策指导下，四个一线城市均放宽限购政策，其中广州取消限购，北京、上海、深圳继续放松限购要求，购房门槛进一步降低。全国层面来看，截至9月末，除京沪深三城外，所有城市均取消限购。

表3：九月底以来四个一线城市均放宽限购政策

日期	城市	9月底政策调整
2024/9/29	广州	取消居民家庭在本市购买住房的各项限购政策，今后在广州购房，不再审核购房资格，不再限制购房套数。
2024/9/29	深圳	深圳户籍在外围区域限购套数加一，非户籍继续限购1套，但在中心区买房的社保要求从3年缩短至1年社保，住房增值税征免年限从5年调整为2年。
2024/9/29	上海	进一步缩短了非沪籍居民购买外环外住房的社保年限，即缴纳社保年限从满3年调减到满1年。住房增值税征免年限从5年调整为2年。
2024/9/30	北京	非京籍家庭在京购房，连续缴纳社保或个税的年数从过去5年，改为在五环内购房为3年，五环外购房为2年。

资料来源：各城市住建局、开源证券研究所

图13：一线城市房价涨跌更为超前，示范作用较强

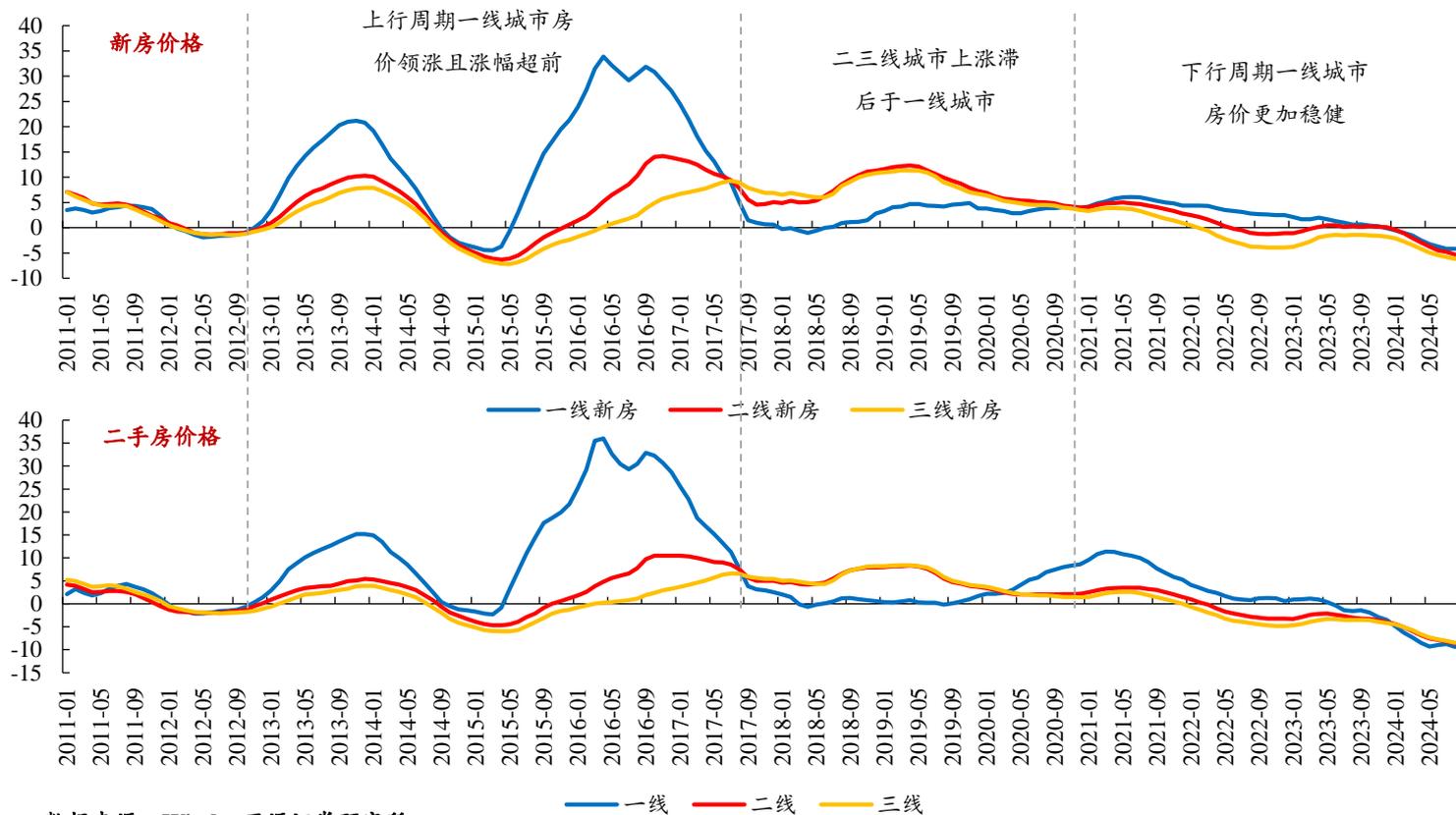
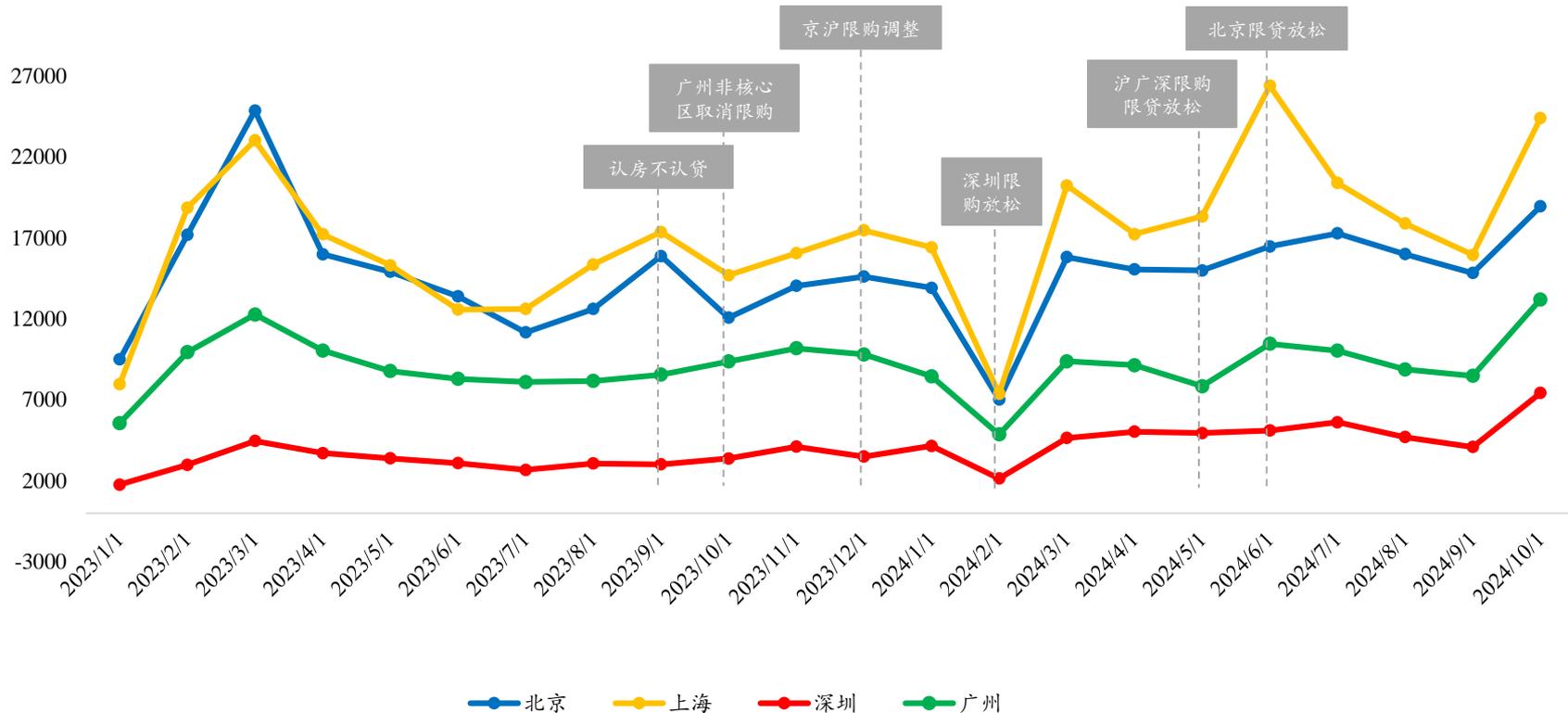


图14：一线城市政策后二手房成交套数同比均上涨（套）



数据来源：Wind、开源证券研究所

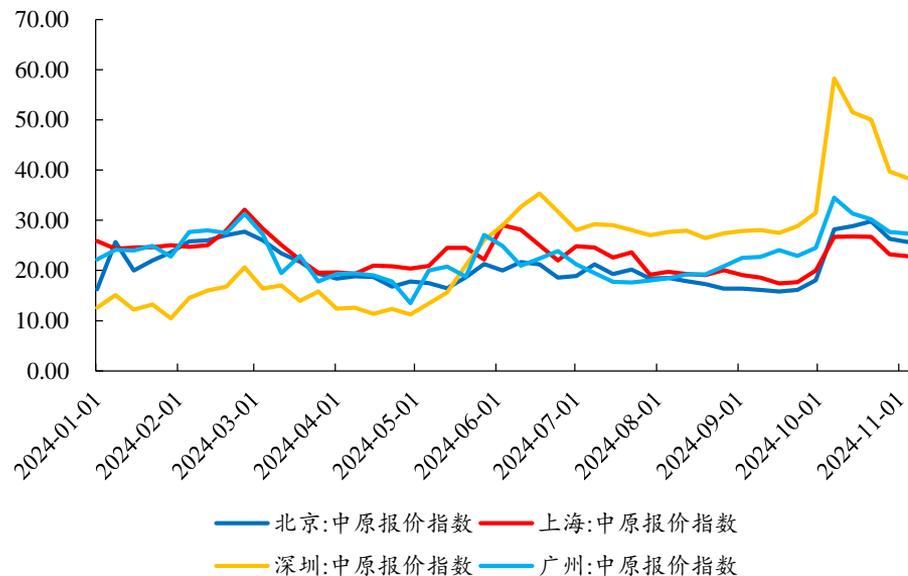
表4：一线城市每轮放松政策对成交促进作用约2-3个月（套）

月度二手房网签数据	北京	单月同比	累计同比	上海	单月同比	累计同比	深圳	单月同比	累计同比	广州	单月同比
2023/1/1	9491	-28%	-28%	7964	-46%	-46%	1758	-13%	-13%	5562	-21%
2023/2/1	17188	88%	19%	18857	50%	-2%	2984	86%	55%	9938	38%
2023/3/1	24840	30%	24%	23009	82%	25%	4452	240%	110%	12260	46%
2023/4/1	15984	0%	17%	17213	-	67%	3710	66%	95%	10041	38%
2023/5/1	14904	55%	23%	15295	-	104%	3380	24%	75%	8771	20%
2023/6/1	13381	7%	20%	12566	19%	70%	3084	13%	61%	8292	7%
2023/7/1	11160	-17%	15%	12600	36%	42%	2670	8%	52%	8096	9%
2023/8/1	12603	-20%	10%	15351	19%	30%	3072	28%	48%	8156	3%
2023/9/1	15876	-1%	9%	17356	-4%	24%	3015	46%	48%	8544	18%
2023/10/1	12062	-4%	7%	14688	-9%	20%	3373	66%	50%	9361	41%
2023/11/1	14028	16%	8%	16051	1%	18%	4109	63%	51%	10182	84%
2023/12/1	14599	47%	11%	17455	42%	20%	3495	39%	50%	9796	63%
2024/1/1	13912	47%	47%	16405	106%	106%	4149	136%	136%	8451	52%
2024/2/1	7010	-59%	-22%	7371	-61%	-11%	2146	-28%	33%	4865	-51%
2024/3/1	15803	-36%	-29%	20221	-12%	-12%	4641	4%	19%	9373	-24%
2024/4/1	15050	-6%	-23%	17226	0%	-9%	5031	36%	24%	9128	-9%
2024/5/1	14982	1%	-19%	18315	20%	-3%	4946	46%	28%	7838	11%
2024/6/1	16465	23%	-13%	26376	110%	12%	5103	65%	34%	10456	26%
2024/7/1	17266	55%	-6%	20380	62%	17%	5616	110%	44%	10034	24%
2024/8/1	15996	27%	-3%	17884	17%	17%	4695	53%	45%	8872	9%
2024/9/1	14827	-7%	-3%	15942	-8%	14%	4085	35%	44%	8473	-1%
2024/10/1	18938	57%	2%	24376	66%	19%	7420	120%	52%	13188	41%

数据来源：Wind、开源证券研究所

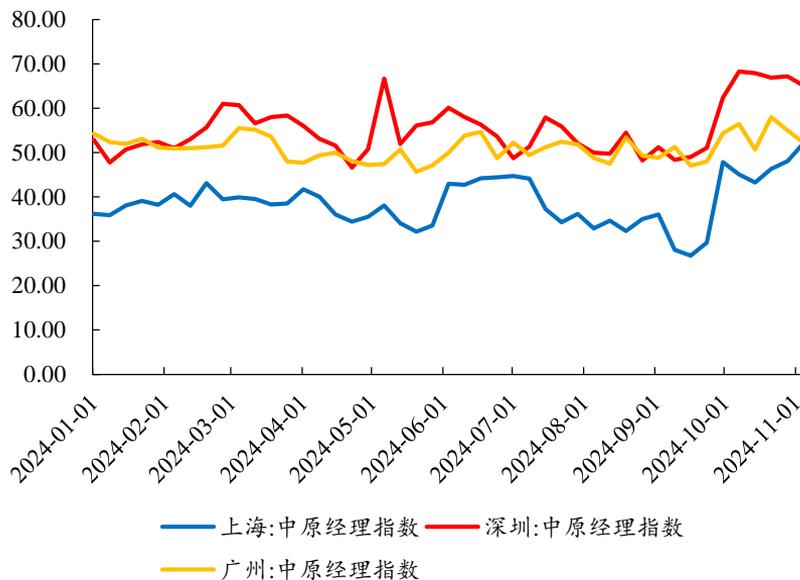
- 中原报价指数展示了中原二手住宅房源报价变化的情况，领先于二手住宅价格指数，可以通过中原报价指数来辅助预测房价的走向。
- 中原经理指数反映全国主要城市二手房市场信心，通过对中原各地中介门店经理进行调研，收集和整理中原前线业务经理对于市场最及时的反馈信息。当中原经理指数高于50%时，说明看涨经理人的占比高于看跌经理人的占比，房价上升的可能性较大。

图15：一线城市10月中旬以来中原报价指数回归稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

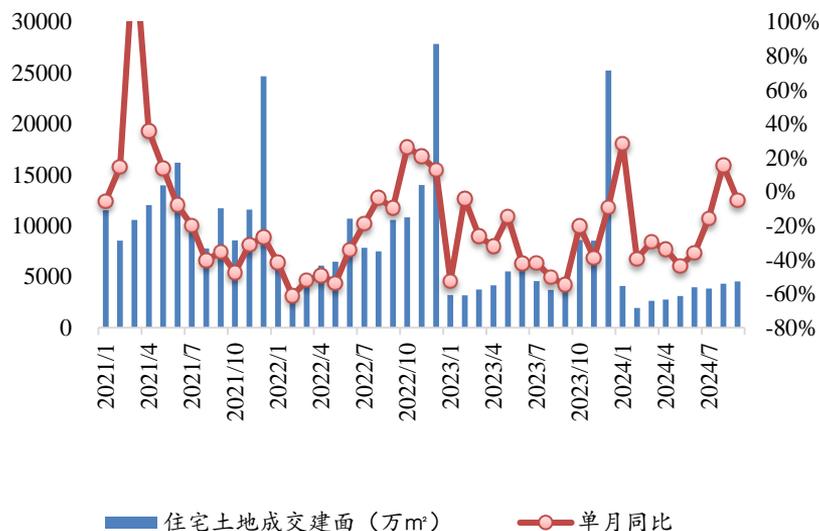
图16：一线城市11月中原报价指数均超50%



数据来源：Wind、开源证券研究所

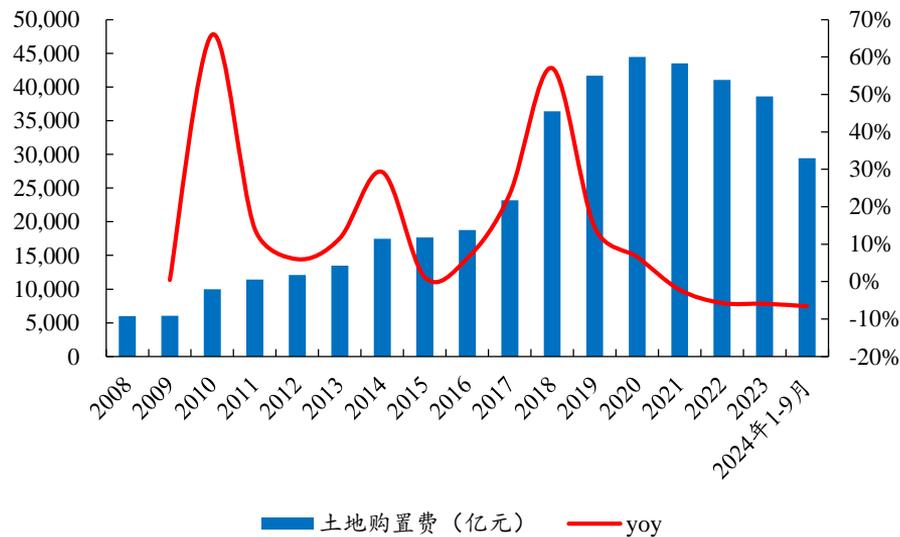
- 改变当前房地产市场供求关系是价格企稳的前提，322城1-9月宅地成交面积和金额分别同比-20%和-36%，从2019年前9月的13.2亿平降至2024年前9月的3.1亿平。

图17：2024年前9月322城宅地成交同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：土地购置费用自2020年来持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 2024年各城市土地更加趋向核心区域，往往能卖出更高价格。2023年11月以来土拍地王频出，成都、苏州、厦门、合肥等地土拍溢价率突破40%，在新房限价取消的环境下，有利于房企盈利提升及新房价格回稳。

表5：2023年11月以来核心二线城市地王频出

成交时间	地块名称	城市	区县	规划建面(万方)	容积率上限	拿地企业	成交价(亿元)	成交楼面价(元/m ²)	溢价率(%)
2023/11/18	鼓楼区东水路东侧地块	福州	鼓楼区	6.17	2.5	建发国际	23.75	38524	23.31
2023/12/28	滨湖科学城紫云路以南地块	合肥	包河区	3.62	1.5	越秀地产	8.35	23051	28.06
2024/2/29	合肥滨湖科学城华山路以西地块	合肥	包河区	5.18	1.8	招商蛇口	12.99	25052	54.16
2024/3/13	狮山路北、锦华苑西地块	苏州	虎丘区	1.82	1.02	绿城中国	8.28	45454	42.05
2024/3/27	江北区JB05-03-21a地块	宁波	江北区	6.76	1.35	东部新城、江山万里	22.05	32613	7.30
2024/3/27	思明区将军祠片区厦禾路地块	厦门	思明区	5.64	4.5	国贸地产	32.10	56915	40.79
2024/3/27	工业园区金鸡湖大道南地块	苏州	工业园区	4.74	1.02	绿城中国	30.82	65022	18.22
2024/4/23	锦江区柳江街道潘家沟社区地块	成都	锦江区	8.74	2.5	中国金茂	21.42	24500	48.48
2024/8/7	斜土街道xh128D-07地块	上海	徐汇区	3.67	2.2	绿城中国	48.05	131045	30.0

资料来源：中指数据库、开源证券研究所

- 针对新房户型优化层面，各地陆续出台多项优化措施，预计未来行业逐步迈向“轻规模，重品质”的发展方向。在全新住宅产品的冲击下，优质产品有望获得更多溢价，实现新房价格的企稳。

表6：2024年以来多地出台房地产户型优化措施

优化措施	城市	日期	政策明细
废除7090政策	深圳	2024/3/26	深圳规自局宣布废止《关于按照国家政策执行住宅户型比例要求的通知的通知》，此举意味着被称为“7090政策”的户型比例要求在深圳正式退出。
	上海	2024/8/27	发布《关于优化本市新出让商品住房用地套型供应结构的通知》，提出全市多层、小高层、高层建筑的商品住房中小套型住房建筑面积标准分别调整为100平方米、110平方米、120平方米；以及提升住房套型配置均衡性，引导套内空间合理布局等，自2006年起实施的“7090”政策将正式退出上海楼市。
提高得房率	广州	2023/11/13	《广州市建筑工程容积率计算办法》发布，将住宅套内半开敞空间半计容的比例由原不超过套内建筑面积的15%放宽至20%，并允许设置一个满足连续开敞率不低于40%的主景观阳台不限制其进深。明确了建筑外墙面粉灰、装饰面、镶贴块料面层、装饰性幕墙不计容。
	长沙	2024/4/18	发布《关于优化房地产开发项目规划管理的若干措施》，居住建筑阳台等按水平投影面积的1/2计入建筑面积的部分，其水平投影面积之和按不超过套内建筑面积的20%控制。飘（凸）窗宽度可与房间等宽，出挑宽度不超过0.8米。中央空调设备平台和分体式空调外机搁板可同时设置，不大于4.0平方米/户的设备平台不计入容积率和建筑面积。
	佛山	2024/5/13	新出让的住宅用地，住宅套内阳台的“折半”计容面积上限由套内建筑面积的18%提高至20%；取消对单个阳台的进深和面积限制；取消凸（飘）窗窗台与地面高差小于0.45米需计容的要求。
	惠州	2024/5/13	建筑物屋顶的公共梯间、电梯机房、水箱间、人防报警间、通信基站机房等辅助用房不计入容积率建筑面积，不纳入公摊面积。
鼓励按套内面积销售	深圳	2024/5/15	《深圳市建筑设计规则》发布，修订内容包括备受市民关注的减少住宅公摊面积、有效提高得房率。修订后阳台可以把进深做大，在满足条件下可不计入建筑面积的凸窗，修订后进深也由0.6m增加至0.8m，“飘窗”面积将可加大一圈，避难层、机房等公共空间列为“不计容面积”。
	广东肇庆	2024/4/30	从2024年5月1日起，全市范围内商品房实行按套内面积计价宣传销售。
	湖南湘潭	2024/9/4	允许房地产开发商按住房套内面积进行销售宣传。
	江西武宁	2024/9/4	至2024年12月31日期间签订商品住房现售合同且完成契税缴纳的个人，可享受100%购房契税补贴优惠。

资料来源：各城市住建局、南方都市报、和讯网等、开源证券研究所

- 居住在城镇的人口为9.02亿人，人均住房面积36.5平米，由此测算2020年城镇家庭总住宅存量为294.6亿平米。2021-2023年新建商品住宅合计销售36.2亿平米，相加可得2023年末城镇家庭总住宅存量为330.8亿平米。从售价看，2023年全国商品住宅销售均价为10864元/平米，由此估计城镇居民住宅总存量资产为359.3万亿。
- 从负债端看，居民主要的负债是按揭贷款和公积金贷款。我们用2023年末的个人住房贷款余额和2022年末的公积金贷款余额近似估计，合计45.5万亿。由此我们估算居民在住房部分的资产负债率较低：359.3万亿住房资产对应45.5万亿负债，资产负债率12.65%。

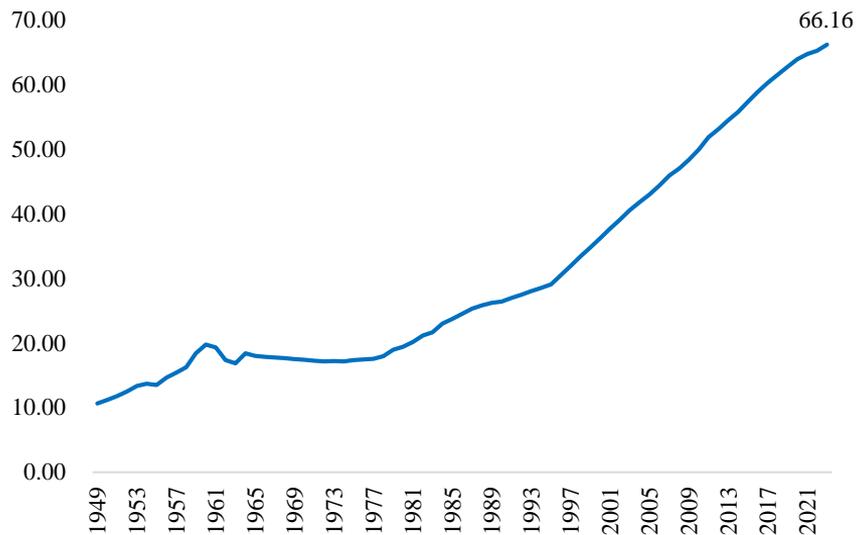
表7：七普数据显示2020年城市人均住房面积为36.5平米

普查年份	类型	家庭户平均人数	平均每户住房建筑面积(平方米/户)	平均每户住房间数(间/户)	人均住房建筑面积(平方米/人)	人均住房间数(间/人)
2020	城市	2.52	92.17	2.50	36.52	0.99
2020	镇	2.78	117.74	3.27	42.29	1.18

数据来源：七普数据、Wind、开源证券研究所

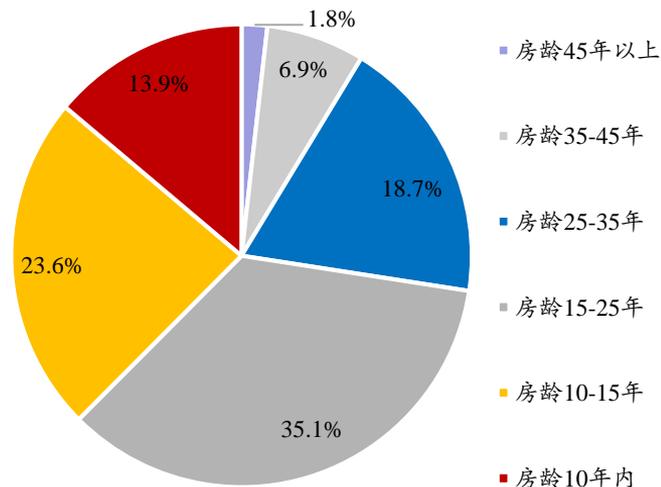
➢ 我们的城镇化率相对发达国家还有空间，所以刚需购房需求仍然较大；人均住房面积包括老旧房屋的更新改善需求也比较大。

图19：中国城镇化率自1972年以来呈增长趋势（%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：各地区城市家庭户住房房龄在25年以内占比72.6%（城市，面积口径）

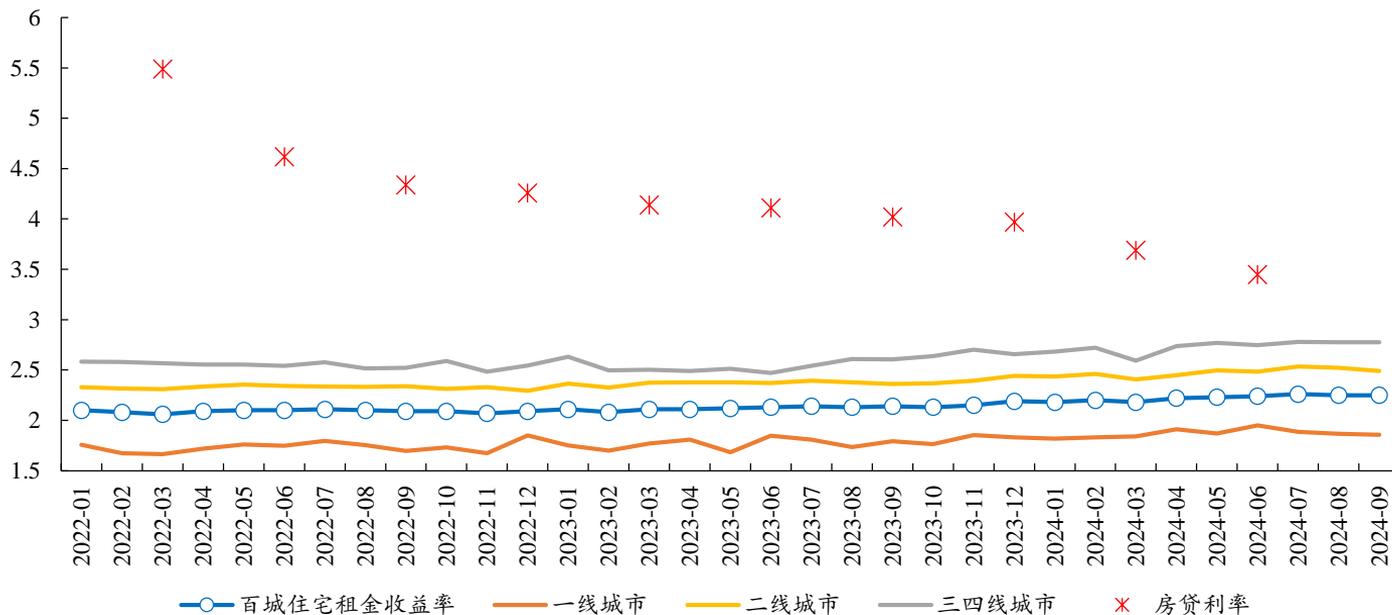


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.7 租金收益率：百城租金收益率不断提升

- 在房价下降影响下，百城租金收益率持续提升，截至9月末达2.25%，为2019年以来最高水平。我们预计2024年底房贷加权利率将降至3.15%左右，租金收益率提升，进一步提高了房产配置性价比，是具有吸引力的金融资产，后续价格可能会止跌回稳。

图21：部分二三线城市租金收益率水平接近甚至超过房贷利率



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 本轮房价调整：供需关系直接影响，扭转居民预期是关键
- 2 展望未来：房价止跌回稳的几种路径
- 3 重启去库存，新周期的开始
- 4 投资建议
- 5 风险提示

- 9月26日政治局会议通稿中指出：要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量。从房地产待售面积口径看，2020年开始，我国房地产库存重新进入上行期。截止2024年9月，商品房待售面积7.32亿平方米，已经超过2015年末的高峰水平。
- 我们认为2025年或将成为新一轮房地产去库存的元年，主要由三方面因素贡献：（1）新开工与销售之间的剪刀差，（2）收储商品房用作保障房，（3）城中村改造。如果后续能够在盘活存量和低效用地上有进一步政策加力，则去库存节奏会更快。

图22：商品房待售面积从2020年开始重新进入上行期（万方）



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2 新开工与销售之间形成剪刀差，预计2024-2026年能去库8.28亿平米

- 从库存角度看，截至2024年9月末商品房待售面积7.32亿平。我们预测未来三年销售面积与新开工面积的累计剪刀差为8.28亿平，高于当前待售商品房库存。

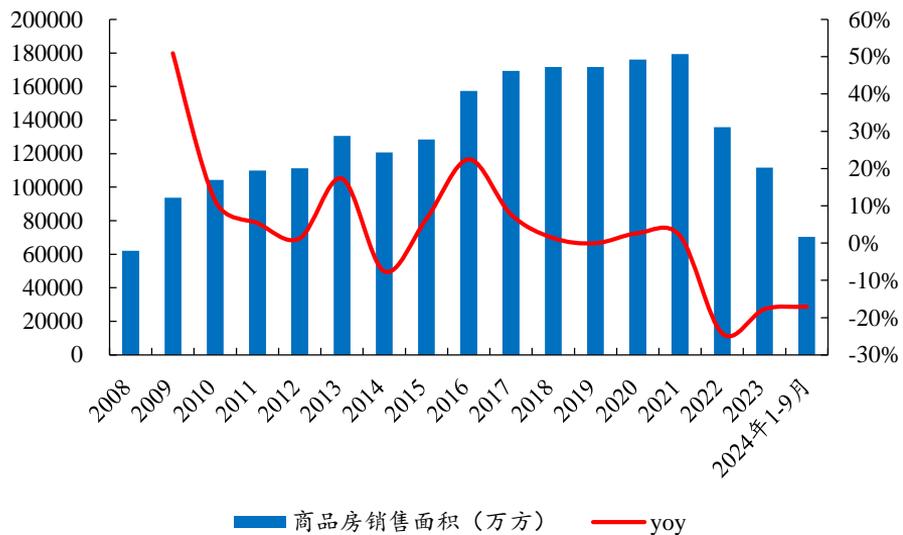
表8：2024-2026年预计新开工与销售之间的剪刀差约8.28亿平米

	销售面积（万方）	新开工面积（万方）	竣工面积（万方）	新开工与销售差值（万方）
2024E	96698	77610	93019	-19088
2025E	98632	70584	87194	-28048
2026E	101591	65952	81865	-35639

数据来源：Wind、开源证券研究所

- 商品房销售面积自2021年到达17.9亿平峰值后，2022年开始进入下跌通道，2022-2023年降幅分别为-24.3%、-17.7%。2024年1-9月，全国商品房销售面积7.03亿平，同比-17.1%。

图23：2022年以来房地产销售面积逐步下台阶



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2022年以来房地产销售金额下行加速



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 我们预测四季度商品房销售面积同比-2%，对应销售面积2.64亿平，2024年预测商品房销售面积9.67亿平，同比-13.5%。
- 价格层面来看，一般而言成交量较价格先行，预测四季度价格企稳回升或有难度，预计2024年商品房销售均价9811元/平，同比-6%；对应2024年商品房销售金额9.49亿元，同比-18.7%。
- 我们预测2025-2026年销售面积为9.68、10.07亿平，对应增速2%、3%，销售均价增速0%、1.0%，对应商品房销售金额增速2.0%、4.0%。

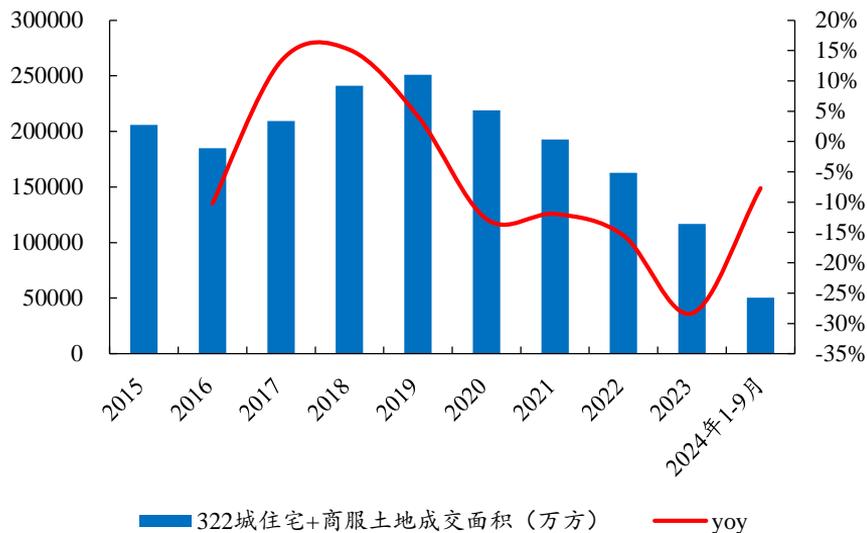
表9：我们预测2025-2026年销售面积为9.68、10.07亿平

	商品房销售面积 (万 方)	yoy	商品房销售金额 (亿 元)	yoy	商品房销售均价 (元/ 平)	yoy
2015	128495	7%	87281	14%	6793	7%
2016	157349	22%	117627	35%	7476	10%
2017	169408	8%	133701	14%	7892	6%
2018	171654	1%	149973	12%	8737	11%
2019	171558	0%	159725	7%	9310	7%
2020	176086	3%	173613	9%	9860	6%
2021	179433	2%	181930	5%	10139	3%
2022	135837	-24%	133308	-27%	9814	-3%
2023	111735	-18%	116622	-13%	10437	6.4%
2024年1-9月	70284	-17%	68880	-23%	9800	-6.8%
2024E	96698	-13.5%	94872	-18.7%	9811	-6%
2025E	98632	2%	96768	2.0%	9811	0%
2026E	101591	3%	100666	4.0%	9909	1.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

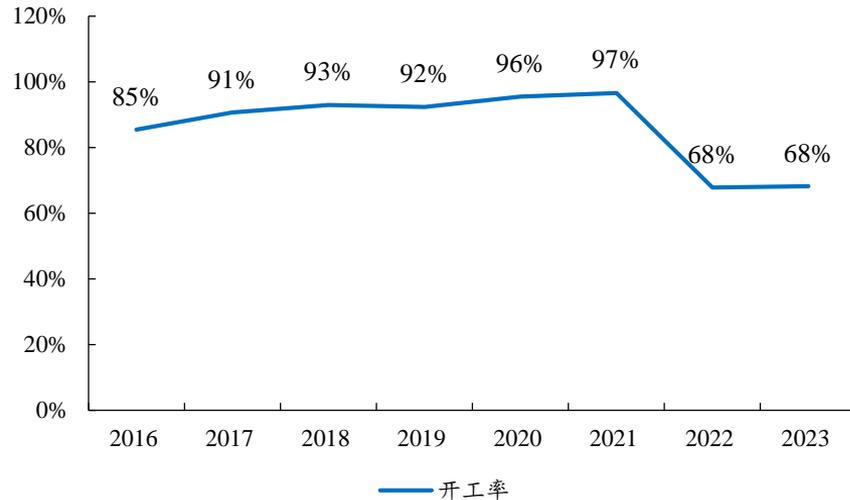
从历年开工面积来看，新开工面积自2019年以来下降，2022年降幅明显，2024年1-9月同比下降22.2%。我们用土地成交面积来推算新开工面积，Wind 322城住宅+商服土地成交面积2015-2021年基本稳定在18亿平-25亿平，我们假定第N年开工率=第N年新开工面积/（第N-1年成交建面*50%+第N-1年成交建面*50%），测算得出2017-2021年开工率基本稳定在90%以上，2022-2023年开工率下降至68%，这期间城投拿地较多，导致整体开工率回落。

图25：2019年以来，住宅及商服用地出让规模逐步下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图26：我们测算2022年以来开工率有显著下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 我们假设2024-2026年土地成交面积降幅分别为-10%、-8%、-5%，2024-2026年土地开工率回升至70%，对应2024-2026年新开工面积分别为7.76、7.06、6.60亿平，对应增速-19%、-9%、-7%。

表10：我们预测2025-2026年新开工面积为7.06、6.60亿平

	322城住宅+商服土地 成交面积（万方）	yoy	开工率	房屋新开工面积（万方）	yoy
2016	184813	-10%	85%	166,928	8%
2017	209335	13%	91%	178,654	7%
2018	241021	15%	93%	209,342	17%
2019	250980	4%	92%	227,154	9%
2020	218873	-13%	96%	224,433	-1%
2021	192717	-12%	97%	198,895	-11%
2022	162840	-16%	68%	120,587	-39%
2023	116707	-28%	68%	95,376	-21%
2024E	105036	-10%	70%	77610	-19%
2025E	96633	-8%	70%	70584	-9%
2026E	91802	-5%	70%	65952	-7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

- 2024年5月，国新办国务院政策例行吹风会上，针对“切实做好保交房工作配套政策有关情况”，中国人民银行将设立3000亿元保障性住房再贷款，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房。9月24日，央行表示将资金支持比例将由60%提高至100%。10月12日，在财政部发布会上，财政部也表态用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房。
- 截止目前，已经有超过30个城市发布相关征集公告，多个城市已落地首批房源征集细则，存量商品房收储政策逐步进入落地期。

表11：代表城市收储以中小套型为主

城市	政策发布时间	收购区域	套型面积	收购价格
重庆	2024年5月9日	中心城区	90平米以内	取测算基础价和市场价的加权平均值(分别为60%和40%)，确定收购测算价格P。
大连	2024年7月26日	行政区	70平米以内	收购价格以同地段重置价格为参考上限，即划拨土地成本和建安成本、加不超过5%的利润。
深圳	2024年8月7日	深圳市（不含深汕特别合作区）范围内	65平方米以下	未提及
长沙	2024年8月20日	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、宁乡市行政区域内	120平方米以下	未提及
兰州	2024年8月22日	兰州市全市范围内	小于120平方米	以同地段保障性住房重置价格为参考上限，即划拨土地成本和建安成本、加不超过5%的利润。
郑州	2024年11月7日	郑州市内八区（二七区、金水区、中原区、管城回族区、惠济区、郑东新区、高新技术开发区、经济技术开发区）及登封市、巩义市、上街区、新密市、新郑市、荣阳市、中牟县。	原则上控制在120平米以内	以同地段保障性住房重置价格为参考上限

资料来源：各城市住建部、长沙晚报等、开源证券研究所

- 目前从各地收储的落地情况看，推进速度仍然较慢，主要堵点在于能够达到收储条件的项目较少，主要困难在于当前租金回报率无法实现“商业可持续”。从收储的资金来源看，前期的主要工具是央行给出的保障性住房再贷款。截至2024年9月，该项工具投放金额为162亿元。

表12：截至2024Q3，保障性住房再贷款已经投放162亿元

涉及房地产领域的结构性货币政策工具		保交楼贷款支持计划	房企纾困专项再贷款	保障性住房再贷款（包含此前的租赁住房贷款支持计划）
支持领域		向已售逾期难交付住宅项目发放保交楼贷款	对受困房地产企业项目并购化险	支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房用作保障性住房
发放对象		工农中建交、邮储，可扩展至18家全国性金融机构	5家全国性资产管理公司	21家全国性金融机构
利率（1年期）		0%	1.75%	1.75%
创设时间		2022年12月	2023年1月	2024年6月
额度（亿元）		2000	800	3000
资金支持比例		100%	50%	60%
时间	发布日期	累计使用额（亿元）	累计使用额（亿元）	累计使用额（亿元）
2023Q1	2023/4/24	5	0	0
2023Q2	2023/7/19	5	0	0
2023Q3	2023/10/25	56	0	0
2023Q4	2024/1/26	56	0	0
2024Q1	2024/4/23	86	209	20
2024Q2	2024/7/24	141	209	121
2024Q3	2024/11/4	127	209	162

资料来源：央行、开源证券研究所

- 展望未来，除了央行给与的再贷款支持外，地方专项债收储也将是重要抓手。在2024年10月12日国新办发布会上，财政部表态将“用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房”。2021年至2024上半年末，我国累计开工建设和筹集了685万套保障性租赁住房。假设后续保障性租赁住房全部由收储贡献，预计能够帮助去化库存185万套。按照套均70平米估算，预计能帮助去化1.30亿平米库存。

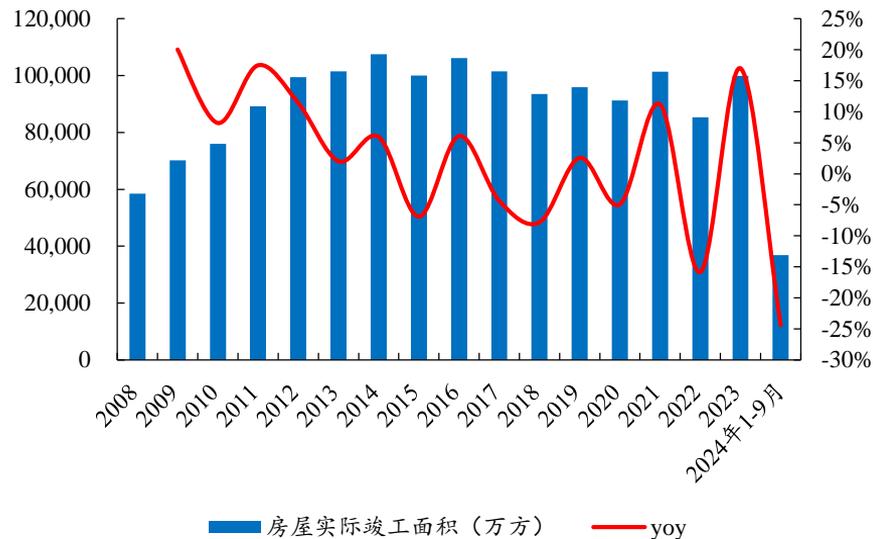
表13：2021-2024年上半年末，保障性租赁住房累计开工建设和筹集685万套

时间	开工建设和筹集	口径	年度原计划	完成度
2021	94.2	保障性租赁住房	93.6	101%
2022	265	保障性租赁住房	240	110%
2023	213	保障性租赁住房	204	104%
2024H1	112.8	保障性住房	170.4	66%
合计	685			

数据来源：住建部、新华网、开源证券研究所

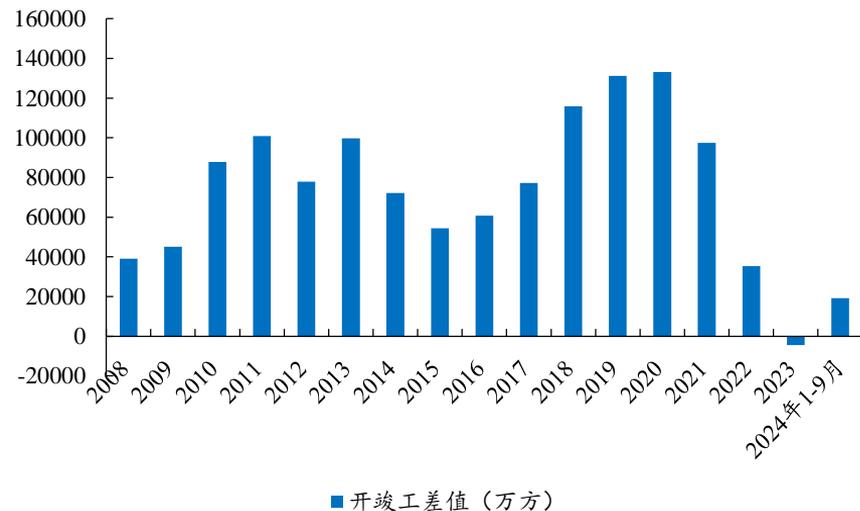
- 竣工面积自2012年以来保持10亿元左右规模，2023年在保交楼政策下竣工面积同比+17.0%，2024年1-9月同比下降24.4%。我们用新开工面积推测竣工面积，但观察历年开竣工差值，自2008年以来一直存在剪刀差，即开工面积远高于竣工规模。

图27：2024年前三季度竣工面积同比大幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

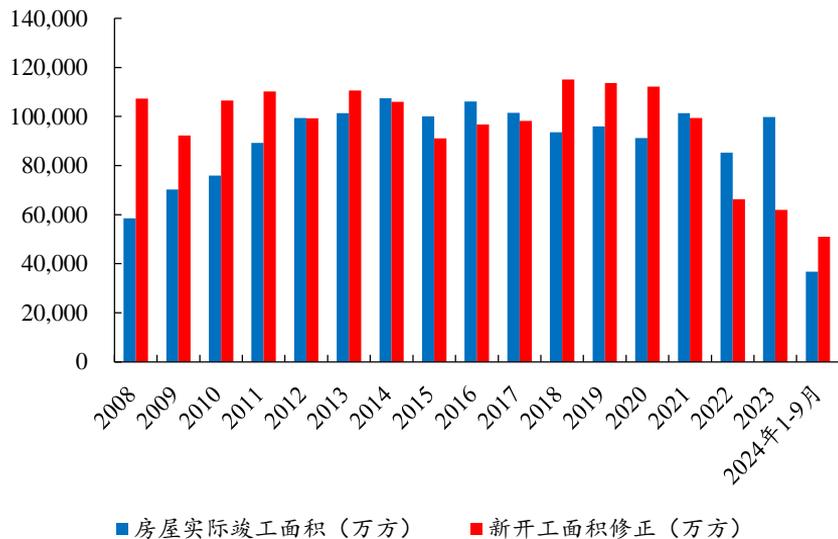
图28：历史上开竣工面积间一直有差异



数据来源：Wind、开源证券研究所

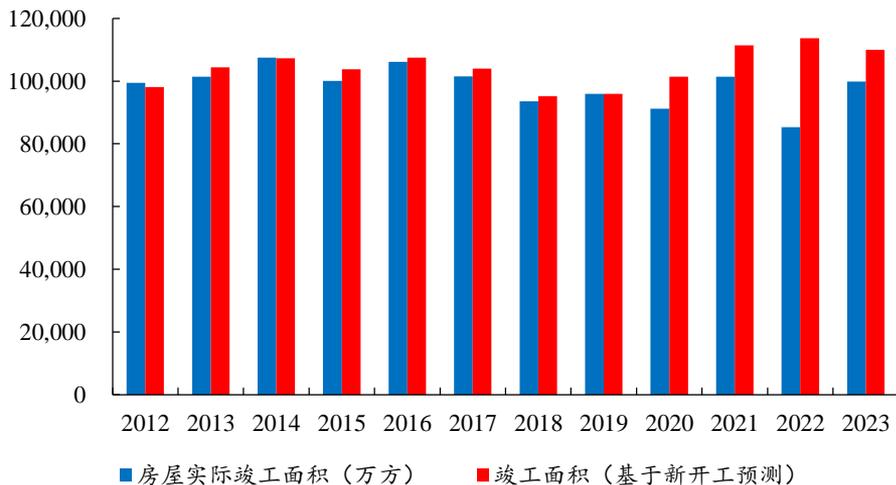
- 于是我们对新开工面积进行修正，修正系数自2011年以来约50%-60%，按照N-4年新开工面积竣工比例20%，N-3年竣工比例60%，N-2年竣工比例20%测算，2020年之前的竣工误差基本控制在3%以内。2022年开始，新开工面积锐减，修正次数也相应提高至65%。

图29：我们对新开工面积修正的系数自2011年以来约50%-60%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：我们预测的2020年之前的竣工误差基本控制在3%以内



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 住建部提出将新增实施100万套城中村改造和危旧房改造，按照套均100平计算总体新增1亿平施工面积，假设2025-2027年竣工比例25%、50%、25%。最终竣工面积=基于新开工预测的竣工面积×(1+预测差值)+延期项目的交付面积+100万套旧改对应竣工面积，我们测算得出2024-2026年竣工面积分别为9.30、8.72、8.19亿平，对应增速-6.8%、-6.3%、-6.1%。

表14：我们预测2025-2026年竣工面积分别为8.71、8.19亿平

(万方)	修正系数	新开工面积修正	竣工面积(基于新开工预测)	预测差值	延期&烂尾面积	延期项目在24-26年交付面积	100万套旧改对应竣工	预测未来竣工面积
2011	58%	110248						
2012	56%	99307	98142	1%				
2013	55%	110664	104384	-3%				
2014	59%	105960	107301	0%				
2015	59%	91128	103767	-4%				
2016	58%	96818	107452	-1%				
2017	55%	98260	103934	-2%				
2018	55%	115138	95232	-2%				
2019	50%	113577	95968	0%				
2020	50%	112217	101347	-11%	10129			
2021	50%	99448	111450	-10%	10038			
2022	55%	66323	113617	-33%	28291			
2023	65%	61994	109935	-10%	10104			
2024E	65%	50447	95376	-15%	12440	10083		93019
2025E	65%	45880	72082	-10%	6553	19165	2500	87194
2026E	65%	42869	60550	-5%	2883	19197	5000	81865

数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

- 1 本轮房价调整：供需关系直接影响，扭转居民预期是关键
- 2 展望未来：房价止跌回稳的几种路径
- 3 重启去库存，新周期的开始
- 4 **投资建议**
- 5 风险提示

- 2024年9月以来，中央政策持续加码，一揽子宏观政策“大礼包”推出，将积极提振房地产市场。本次一线城市房地产政策调整积极且迅速，房价“止跌回稳”路径显现。2025年或将成为新一轮去库存的起点，预计政策将带动销量反弹，并逐步改善房价预期，从而逐步实现行业基本面止跌回稳。推荐标的：（1）投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企：保利发展、绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产、滨江集团、建发国际集团；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：新城控股、龙湖集团；（3）二手房交易规模和渗透率持续提升：贝壳、我爱我家。

表15：受益标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的房企

股票代码	公司名称	评级	总市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)					P/E	
			2024/11/8	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
A股											
600048.SH	保利发展	买入	1,338.3	120.7	132.0	142.5	151.6	11.1	10.1	9.4	8.8
000002.SZ	万科A	增持	1,087.0	121.6	-60.5	0.8	27.5	8.9	-18.0	1,441.1	39.5
001979.SZ	招商蛇口	买入	1,088.2	63.2	63.9	70.3	74.3	17.2	17.0	15.5	14.7
600153.SH	建发股份	买入	289.1	131.0	50.5	64.3	78.0	2.2	5.7	4.5	3.7
601155.SH	新城控股	买入	347.4	7.4	11.8	16.7	21.6	47.1	29.5	20.8	16.1
600383.SH	滨江集团	买入	280.4	25.3	30.8	38.3	44.1	11.1	9.1	7.3	6.4
港股											
0688.HK	中国海外发展	买入	1,545.1	256.1	278.8	298.5	316.5	6.0	5.5	5.2	4.9
1908.HK	建发国际集团	买入	284.4	43.4	53.2	64.5	78.3	6.6	5.3	4.4	3.6
0123.HK	越秀地产	买入	256.4	31.9	35.2	39.7	44.3	8.0	7.3	6.5	5.8
3900.HK	绿城中国	买入	240.4	30.9	36.5	44.0	50.7	7.8	6.6	5.5	4.7

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至2024年11月8日，港元汇率1港元=0.91人民币）

目录

CONTENTS

- 1 本轮房价调整：供需关系直接影响，扭转居民预期是关键
- 2 展望未来：房价止跌回稳的几种路径
- 3 重启去库存，新周期的开始
- 4 投资建议
- 5 风险提示

- (1) 宏观经济下行：经济下行或将导致收入和购买力下降，购房需求受到冲击。
- (2) 资金到位不及预期：各地配售型保障房建设资金不到位，整体建设进度滞后。
- (3) 行业竞争加剧：竞争加剧可能导致价格下行，侵蚀企业利润，行业分化加剧。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

股票投资评级说明

	评级	说明	备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。
证券评级	买入（buy）	预计相对强于市场表现20%以上；	
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现5%~20%；	
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；	
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现5%以下。	
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；	
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；	
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及

的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券