

数据背后的地产行业图景（三）

房价初现修复迹象，开发投资仍在低位

核心观点

销售同比大幅改善，二手依旧好于新房。2024年1-10月，商品房销售额同比-20.9%，降幅较1-9月收窄了1.8个百分点；10月单月同比-1.0%，降幅较9月大幅收窄了15.3个百分点。9月末出台的一系列需求端利好政策效果较为明显。2024年1-10月，百强房企全口径销售额累计同比-35%，10月单月同比+5%，为自2023年6月以来首次转正，Top20房企中有六成10月单月同比为正。2024年1-10月，30城新建商品房成交面积累计同比-29%，10月单月同比-5%；18城二手住宅成交套数累计同比+1%，10月单月同比+28%；30城新建商品房的单月成交面积约为2019年同期的67%，而18城二手住宅单月成交套数约为2019年同期的150%，均较前几个月明显提升。

房价初现修复迹象，需求端政策效果显现。2024年1-10月，商品房销售均价同比-6.1%，降幅较1-9月收窄了0.7个百分点。2024年10月，70个大中城市新建商品住宅和二手住宅销售价格均出现修复迹象，且二手修复情况好于新房，其中一线城市二手住宅销售价格环比为13个月来首次转正。我们始终强调，“房价止跌”是地产基本面复苏的标志，也是判断房企资产真实价值的前提。观察历史四轮政策后全国冰山指数表现，此前每轮政策相对上一轮政策的房价跌幅均进一步扩大，但本轮政策时点二手房最低挂牌价有企稳迹象，一线城市率先出现企稳，我们推测是因为限购政策放宽后成交量激增，快速消化了低价房源；二线城市紧随其后，“以价换量”有望逆转。

开发投资降幅重新扩大，房企拿地意愿依旧不足。2024年1-10月，房地产开发投资额同比-10.3%，降幅较1-9月扩大了0.2个百分点；10月单月同比-12.3%，降幅较9月扩大了3.0个百分点。拆解开发投资额用途，施工投资额仍占主导但拖累逐渐收窄，而土地购置项对开发投资额的拖累边际加深。2024年1-10月，百强房企权益拿地额累计同比-39%，10月单月同比-42%；300城住宅用地成交建面同比-26%，10月单月同比-24%，单月成交溢价率1.7%仍处于低位；国有土地使用权出让收入同比-23%，10月单月同比-11%。

房企融资降幅持续收窄，销售回款拖累逐步减轻。2024年1-10月，房企到位资金同比-19.2%，降幅较1-9月收窄了0.8个百分点；10月单月同比-10.8%，降幅较9月收窄了7.7个百分点。拆解房企资金来源，2024年1-10月，定金及预收款同比-27.7%，个人按揭贷款同比-32.8%，降幅均持续收窄。房企非银融资也持续改善，2024年1-10月，房企非银融资同比-29%，降幅较1-9月收窄了1.5个百分点，10月单月同比+1%。

开工单月波动较大，但趋势明确。新开工降幅扩大，规模仍在低位。2024年1-10月，新开工面积同比-22.6%，降幅较1-9月扩大了0.4个百分点；10月单月同比-26.7%，降幅较9月扩大了6.8个百分点，单月新开工仅为2019年同期的26%。竣工降幅收窄，但下行趋势明确。2024年1-10月，竣工面积同比-23.9%，降幅较1-9月收窄了0.5个百分点；10月单月同比-20.1%，降幅较9月收窄了11.3个百分点，单月竣工为2019年同期的69%。

投资建议：随着9月末需求端政策效果显现，销售量价指标均边际改善，但开发投资尚未好转。一方面，在房价整体止跌之前（个别城市止跌是不够的），很难给出房企的合理估值，因此从价值角度建议对房地产市场特别是房价保持关注。另一方面，在房价整体止跌之前，仍会有各种支持政策出台，板块

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

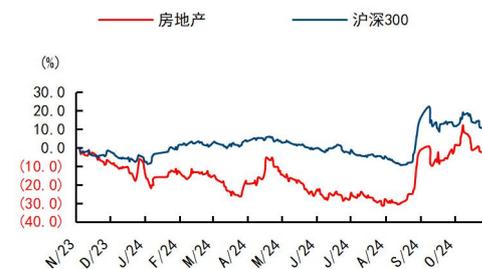
证券分析师：王静

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2024年1-10月房地产数据点评-销售量价边际改善，开发投资尚未好转》——2024-11-19
- 《房地产税收新政解读-减税让利居民和房企，有效活跃住房交易》——2024-11-14
- 《房地产行业2025年投资策略-消化超量库存的两种路径》——2024-11-11
- 《房地产行业2024年11月投资策略-10月楼市反弹明显，重点观察能否持续》——2024-10-31
- 《数据背后的地产行业图景（二）-高层表态政策加码，静候基本面修复》——2024-10-25

仍然有周期性的博弈机会。后续地产板块的行情演绎将取决于楼市量价修复的持续性以及存量土地回收和城中村改造扩围等政策的落地进度。个股端，持续推荐保利发展、中国海外发展、华润置地、越秀地产、贝壳-W。

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
600048.SH	保利发展	优于大市	9.74	1,166	0.92	1.02	10.6	9.5
0688.HK	中国海外发展	优于大市	13.12	1,327	2.38	2.44	5.0	4.8
1109.HK	华润置地	优于大市	22.40	1,476	3.65	3.69	5.5	5.5
0123.HK	越秀地产	优于大市	5.49	204	0.79	0.82	6.3	6.0
2423.HK	贝壳-W	优于大市	48.35	1,620	2.50	2.54	17.4	17.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

销售量价边际改善，利好政策效果显现	7
销售同比大幅改善，二手依旧好于新房.....	7
房价初现修复迹象，需求端政策效果显现.....	11
开发投资仍然低迷，房企融资持续改善	15
开发投资降幅重新扩大，房企拿地意愿依旧不足.....	15
房企融资降幅持续收窄，销售回款拖累逐步减轻.....	18
开竣工单月波动较大，但趋势明确	20
新开工降幅扩大，规模仍在低位.....	20
竣工降幅收窄，但下行趋势明确.....	21
投资建议	22
风险提示	23

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 年同期.....	9
图 11: Top20 房企 2024 年 10 月单月销售额及累计同比.....	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 年同期.....	10
图 17: 18 城二手住宅单月成交套数相比 2019 年同期.....	10
图 18: 中国核心 14 城二手住宅/新建住宅成交套数.....	11
图 19: 商品房销售均价累计同比.....	12
图 20: 商品房销售均价单月同比.....	12
图 21: 70 个大中城市新建商品住宅销售价格同比.....	12
图 22: 70 个大中城市新建商品住宅销售价格环比.....	12
图 23: 各能级城市新建商品住宅销售价格同比.....	12
图 24: 各能级城市新建商品住宅销售价格环比.....	12
图 25: 70 个大中城市二手住宅销售价格同比.....	13
图 26: 70 个大中城市二手住宅销售价格环比.....	13
图 27: 各能级城市二手住宅销售价格同比.....	13
图 28: 各能级城市二手住宅销售价格环比.....	13
图 29: 全国各能级城市二手边际挂牌价月环比（截至 2024 年 11 月 25 日）.....	14
图 30: 全国冰山指数本轮政策时点表现与前三轮政策对比.....	14
图 31: 一线城市本轮政策时点冰山指数与前三轮政策对比.....	14
图 32: 强二线本轮政策时点冰山指数与前三轮政策对比.....	14
图 33: 弱二线本轮政策时点冰山指数与前三轮政策对比.....	14
图 34: 房地产开发投资累计同比.....	15
图 35: 房地产开发投资单月同比.....	15
图 36: 房地产开发投资中施工投资占比 vs 土地购置占比.....	15
图 37: 施工投资拉动 vs 土地购置拉动.....	15

图 38: 百强房企单月拿地金额及同比.....	16
图 39: 百强房企当年累计拿地金额同比.....	16
图 40: 百强房企历年单月拿地金额 (单位: 亿元)	16
图 41: 百强房企单月拿地金额相比 2020 同期.....	16
图 42: 300 城住宅用地单月成交面积及同比.....	17
图 43: 300 城住宅用地当年累计成交面积同比.....	17
图 44: 300 城住宅用地历年单月成交面积 (单位: 万 m ²)	17
图 45: 300 城住宅用地单月成交面积相比 2019 同期.....	17
图 46: 300 城住宅用地当月成交溢价率.....	17
图 47: 国有土地使用权出让单月收入及单月同比.....	18
图 48: 国有土地使用权出让收入当年累计同比.....	18
图 49: 历年国有土地使用权出让单月收入 (单位: 亿元)	18
图 50: 国有土地使用权出让单月收入与 2019 年同期相比.....	18
图 51: 房地产开发企业到位资金累计同比.....	19
图 52: 房地产开发企业到位资金单月同比.....	19
图 53: 定金及预收款累计同比.....	19
图 54: 个人按揭贷款累计同比.....	19
图 55: 房企到位资金国内贷款占比 vs 销售回款占比.....	19
图 56: 国内贷款拉动 vs 销售回款拉动.....	19
图 57: 房企非银融资单月发行总额及同环比.....	20
图 58: 房企非银融资单月发行额的类别构成.....	20
图 59: 房企非银融资发行总额当年累计同比.....	20
图 60: 分类别房企非银融资发行额累计同比.....	20
图 61: 房屋新开工面积累计同比.....	21
图 62: 房屋新开工面积单月同比.....	21
图 63: 历年房屋单月新开工面积 (单位: 万 m ²)	21
图 64: 单月新开工面积与 2019 年同期相比.....	21
图 65: 房屋竣工面积累计同比.....	22
图 66: 房屋竣工面积单月同比.....	22
图 67: 历年房屋单月竣工面积 (单位: 万 m ²)	22
图 68: 单月竣工面积与 2019 年同期相比.....	22

表1：重点公司盈利预测与估值（截至 2024 年 11 月 25 日） 23

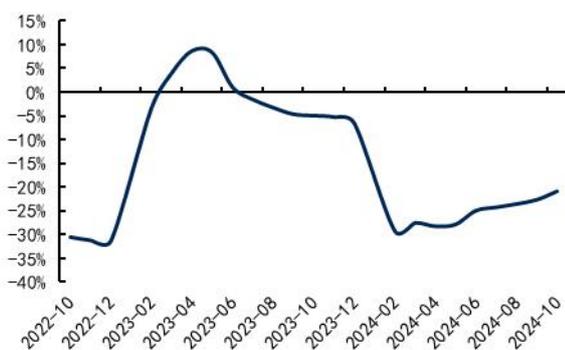
销售量价边际改善，利好政策效果显现

销售同比大幅改善，二手依旧好于新房

根据统计局数据，2024年1-10月，商品房销售额为76855亿元，同比-20.9%，降幅较1-9月收窄了1.8个百分点；10月单月，商品房销售额同比-1.0%，降幅较9月大幅收窄了15.3个百分点。2024年1-10月，商品房销售面积77930万 m^2 ，同比-15.8%，降幅较1-9月收窄了1.3个百分点；10月单月，商品房销售面积同比-1.6%，降幅较8月大幅收窄了9.4个百分点。

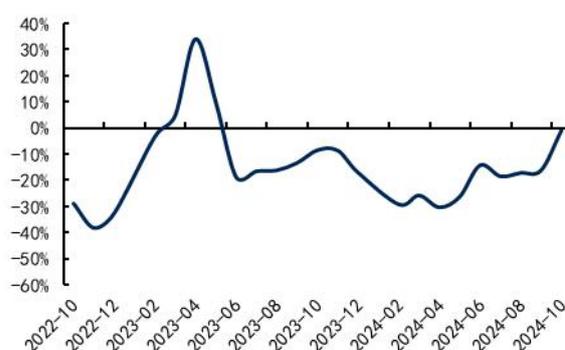
观察相对历史同期的销售规模，10月单月商品房销售额和销售面积分别相当于2019年同期的62%和54%，仍处于较低水平，但较前期低点有所改善。9月末出台的一系列需求端利好政策效果较为明显。

图1: 商品房销售额累计同比



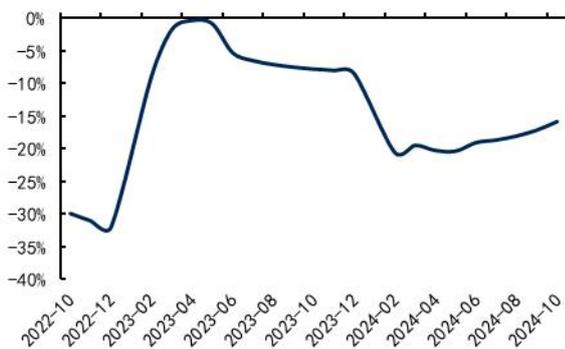
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图2: 商品房销售额单月同比



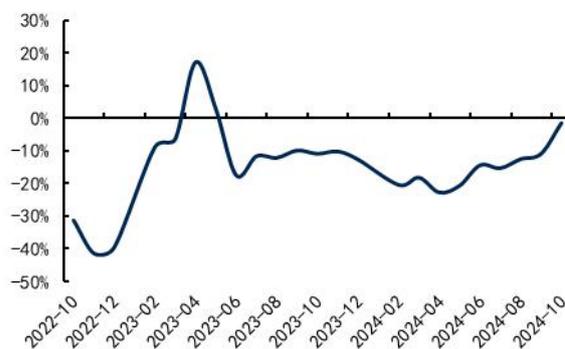
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图3: 商品房销售面积累计同比



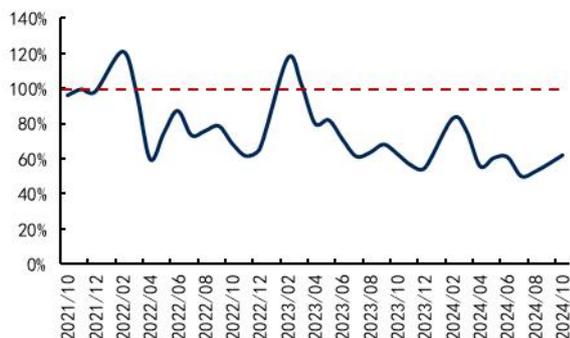
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图4: 商品房销售面积单月同比



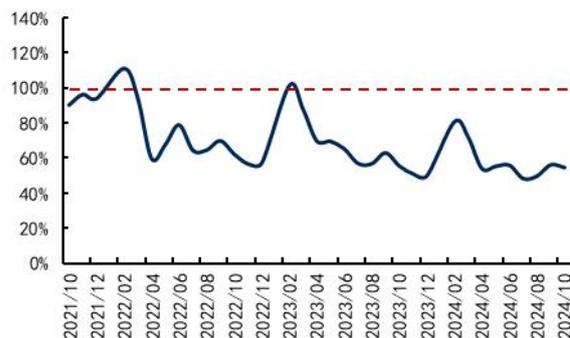
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

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

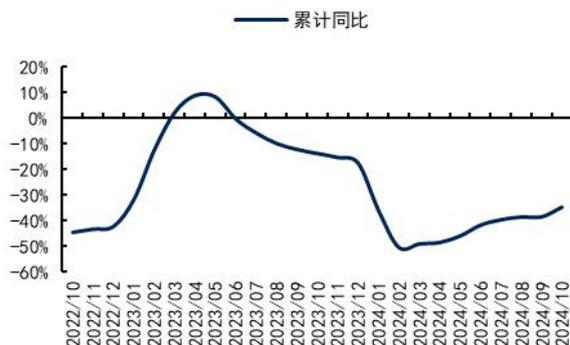
从房企维度看，根据克而瑞销售榜单，2024 年 1-10 月，百强房企全口径销售额为 33258 亿元，累计同比-35%，降幅较 1-9 月收窄 4 个百分点。10 月单月，百强房企销售额 4654 亿元，环比+70%，同比+4.9%，为自 2023 年 6 月以来首次转正，单月销售额约为 2019 年同期的 44%，恢复至 2023 年 8 月水平。Top20 房企有六成 10 月单月同比为正，但 1-10 月的累计销售额同比仍基本为负数。

图7: 百强房企单月销售额及同比



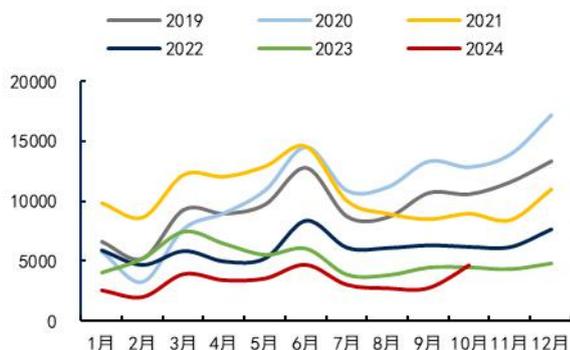
资料来源：克而瑞，国信证券经济研究所整理

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)



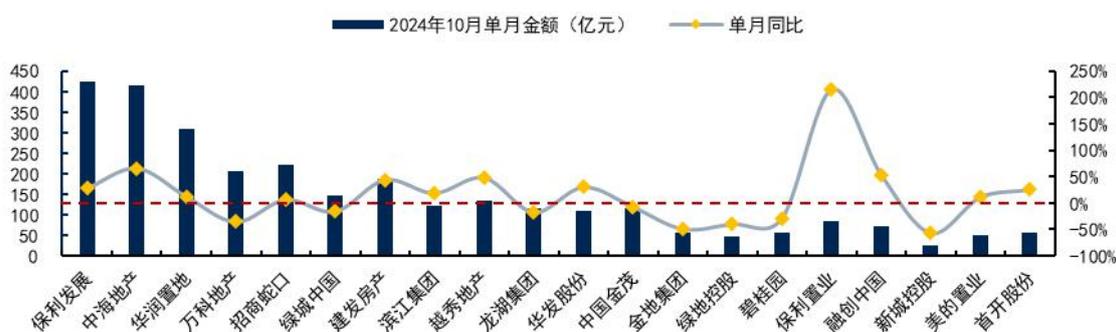
资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

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 10 月单月销售额及累计同比



资料来源: 克而瑞, 国信证券经济研究所整理

从样本城市维度看, 新房、二手房 10 月销售的同环比均显著改善, 且二手房销售情况始终好于新房。

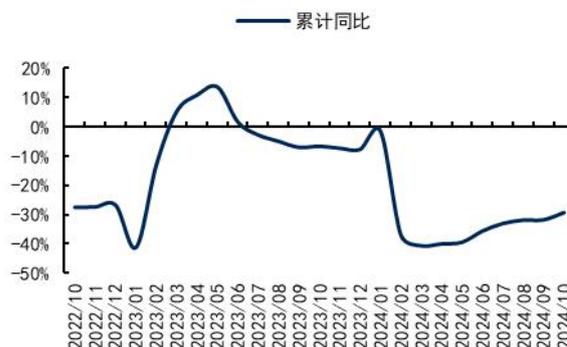
- ◆ 新房市场, 2024 年 1-10 月, 30 城新建商品房成交面积 7566 万 m^2 , 累计同比 -29%, 降幅较 1-9 月收窄了 2.5 个百分点; 10 月单月, 30 城新建商品房成交面积为 930 万 m^2 , 环比+42%, 同比-5%, 降幅较 9 月收窄了 26 个百分点。
- ◆ 二手房市场, 2024 年 1-10 月, 18 城二手住宅成交套数为 62 万套, 累计同比 +1.4%, 较 1-9 月提升了 2.8 个百分点; 10 月单月, 18 城二手住宅成交套数为 7.4 万套, 环比+32%, 同比+28%, 较 9 月提升了 24 个百分点。
- ◆ 与历史同期相比, 2024 年 10 月, 30 城新建商品房的单月成交面积约为 2019 年同期的 67%, 而 18 城二手住宅单月成交套数约为 2019 年同期的 150%, 均较前几个月明显提升。

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



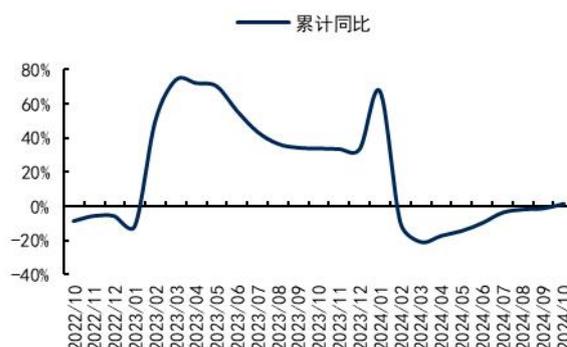
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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



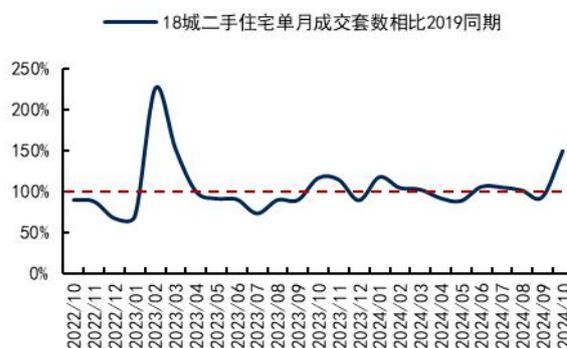
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

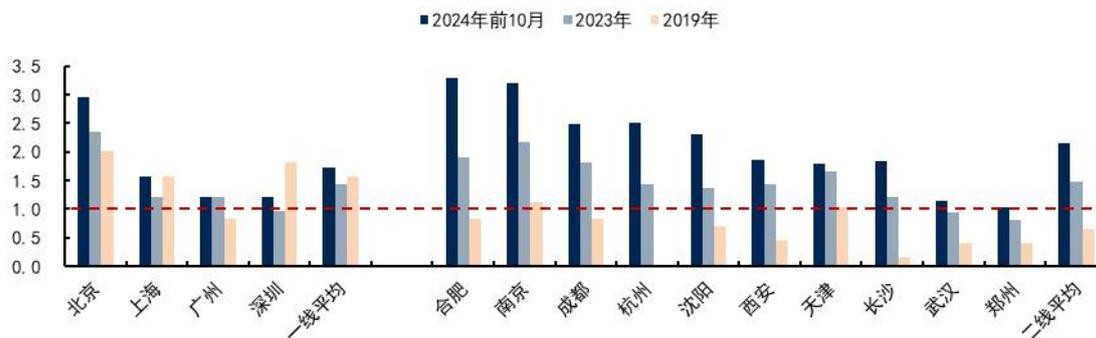
图17: 18城二手住宅单月成交套数相比2019同期



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从单城市维度看，中国主流城市近年来二手住宅的成交表现相较新房明显更好。2024年1-10月，核心14城二手住宅/新建住宅成交套数的平均比值为2.0（其中一线城市为1.7、二线城市为2.1），较2023年的1.5、2019年的0.9明显提升。尤其是二线城市，成交结构已经显著扭转了2019年新房为主的局面。

图18: 中国核心14城二手住宅/新建住宅成交套数



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

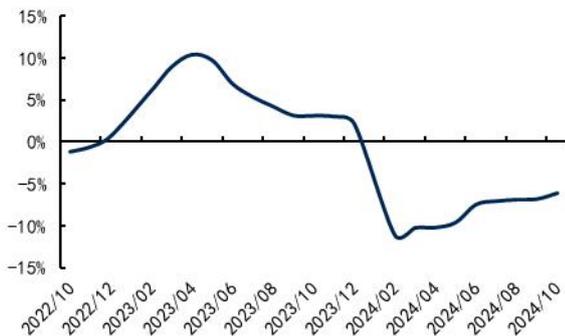
房价初现修复迹象，需求端政策效果显现

根据统计局数据，2024年1-10月，全国商品房销售均价9862元/㎡，同比-6.1%，降幅较1-9月收窄了0.7个百分点；10月单月，商品房销售均价10430元/㎡，环比+10.3%，同比+0.6%，较9月提升了6.6个百分点。

从城市维度看，2024年10月，70个大中城市新建商品住宅和二手住宅销售价格均出现修复迹象，且二手住宅销售价格修复情况好于新房。

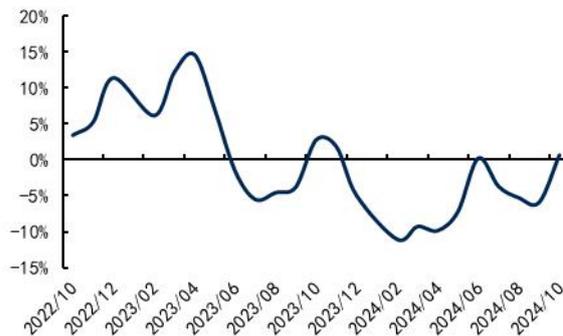
- ◆ 从新房市场看，2024年10月，70个大中城市新建商品住宅销售价格同比-6.2%，降幅较9月扩大0.1个百分点，而环比-0.5%，降幅较9月收窄0.2个百分点；分城市能级看，一线、二线、三线城市新建商品住宅价格同比分别为-4.6%、-6.0%、-6.6%，而环比分别为-0.2%、-0.5%、-0.5%，均较9月收窄。
- ◆ 从二手房市场看，2024年10月，70个大中城市二手住宅销售价格同比-8.9%，降幅较9月收窄了0.1个百分点，而环比-0.5%，降幅较9月收窄了0.4个百分点；分城市能级看，一线、二线、三线城市二手住宅价格同比分别为-9.6%、-8.8%、-9.0%，而环比分别为+0.4%、-0.4%、-0.6%，均较9月收窄，尤其一线城市环比为13个月来首次转正。

图19: 商品房销售均价累计同比



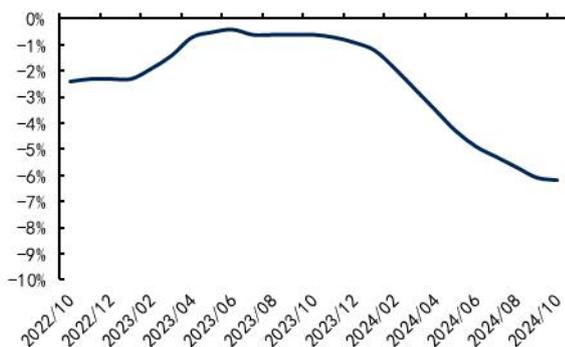
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 商品房销售均价单月同比



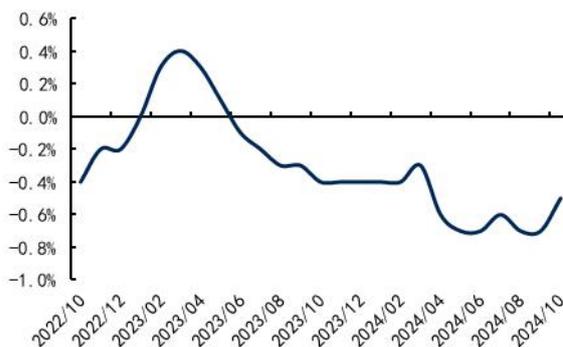
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 70个大中城市新建商品住宅销售价格同比



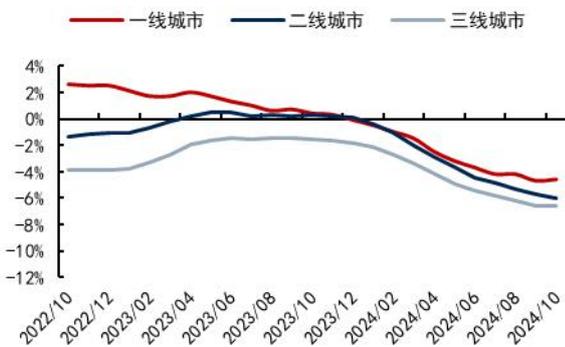
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 70个大中城市新建商品住宅销售价格环比



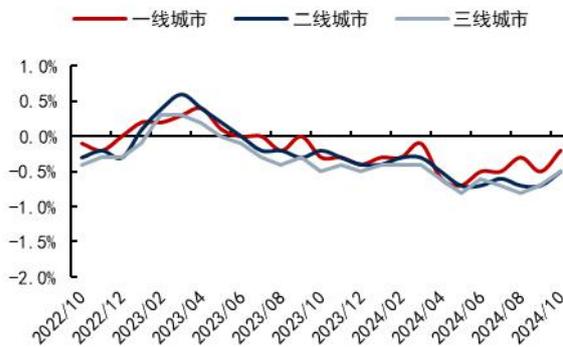
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 各能级城市新建商品住宅销售价格同比



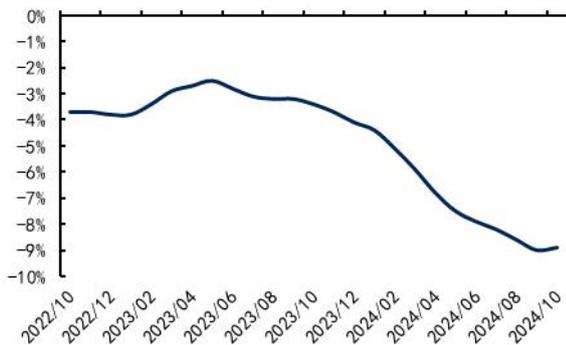
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 各能级城市新建商品住宅销售价格环比



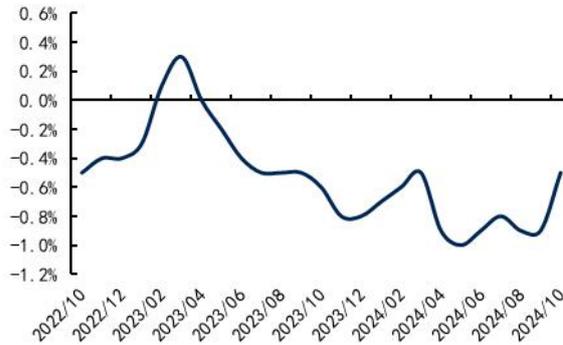
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 70个大中城市二手住宅销售价格同比



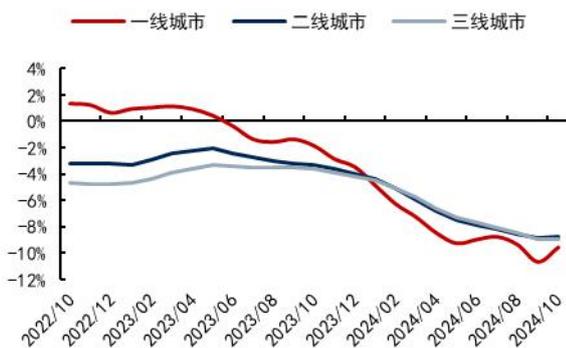
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 70个大中城市二手住宅销售价格环比



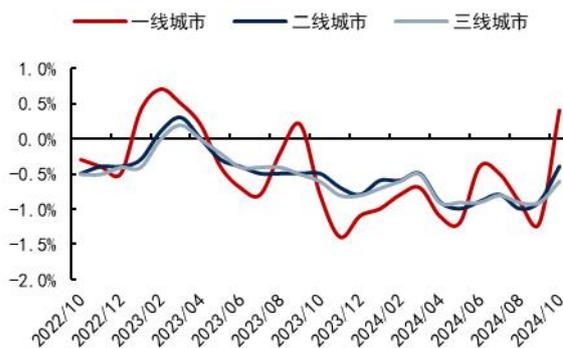
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 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28: 各能级城市二手住宅销售价格环比

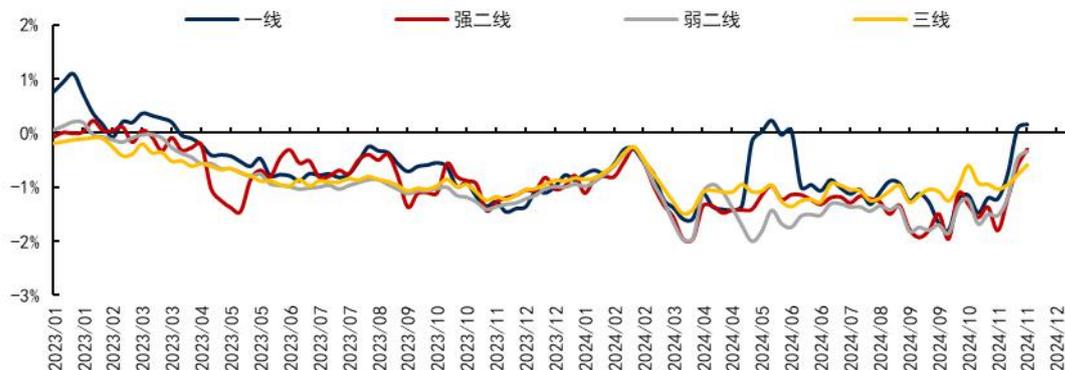


资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

我们始终强调，“房价止跌”是地产基本面复苏的标志，也是判断房企资产真实价值的前提。而如果二手房价不止跌，新房价格将持续承压。我们把跟踪二手房边际挂牌价的冰山指数作为房价的领先指标。自2021年以来，中央陆续出台四轮较大规模的利好政策：①2022年9月30日，放宽首套房贷利率下限，下调公积金贷款利率，置换退个税。②2023年8月25日，实施认房不认贷，降低存量首套房贷利率，下调二套房贷利率下限，调整最低首付比为首套20%、二套30%；③2024年5月17日，取消房贷利率下限，下调公积金贷款利率，调整最低首付比为首套15%、二套25%；④2024年9月30日，降低存量房贷利率，调整二套最低首付比为15%。

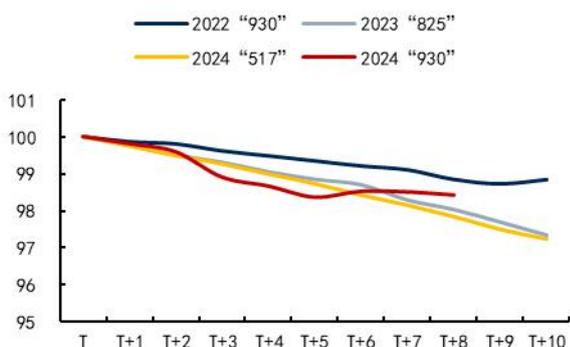
观察四轮政策后全国冰山指数表现，此前每轮政策相对上一轮政策的房价跌幅均进一步扩大，但本轮政策时点二手房最低挂牌价有企稳迹象。再将冰山指数覆盖的44城按照二手房挂牌价划分为四个能级：①一线：北京、上海、深圳、广州。②强二线：除四大一线外，最低挂牌价超过2万元。③弱二线：最低挂牌价在1-2万元之间。④三四线：最低挂牌价低于1万元。分城市能级观察，一线城市冰山指数下跌后率先出现企稳，我们推测是因为限购政策放宽后成交量激增，快速消化了低价房源；二线城市紧随其后，“以价换量”有望逆转。

图29: 全国各能级城市二手边际挂牌价月环比 (截至 2024 年 11 月 25 日)



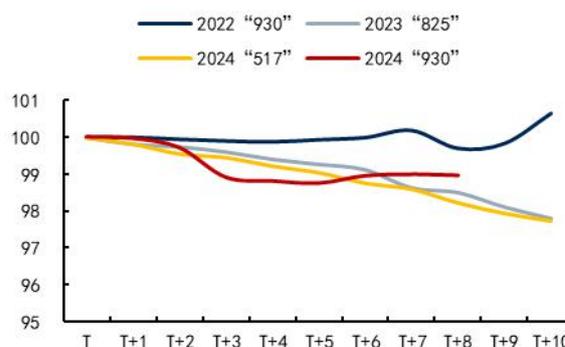
资料来源: 冰山大数据, 国信证券经济研究所整理

图30: 全国冰山指数本轮政策时点表现与前三轮政策对比



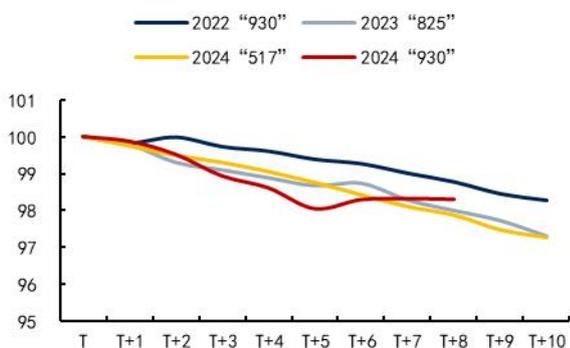
资料来源: 冰山大数据, 国信证券经济研究所整理

图31: 一线城市本轮政策时点冰山指数与前三轮政策对比



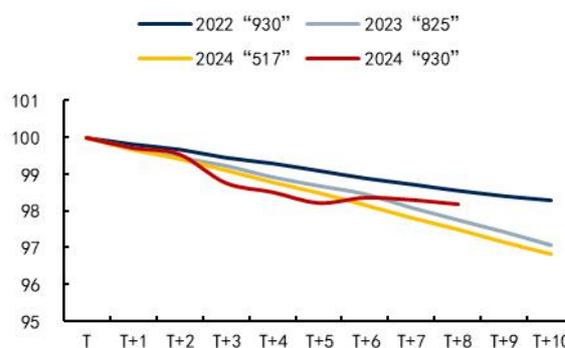
资料来源: 冰山大数据, 国信证券经济研究所整理

图32: 强二线本轮政策时点冰山指数与前三轮政策对比



资料来源: 冰山大数据, 国信证券经济研究所整理

图33: 弱二线本轮政策时点冰山指数与前三轮政策对比



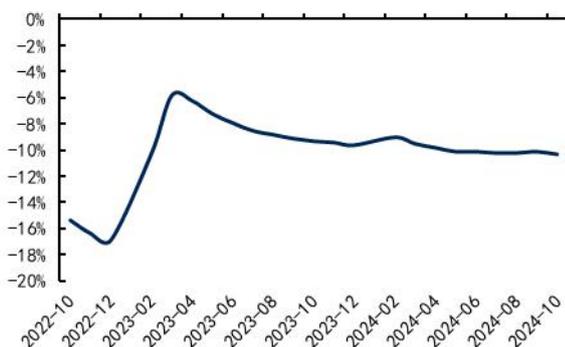
资料来源: 冰山大数据, 国信证券经济研究所整理

开发投资仍然低迷，房企融资持续改善

开发投资降幅重新扩大，房企拿地意愿依旧不足

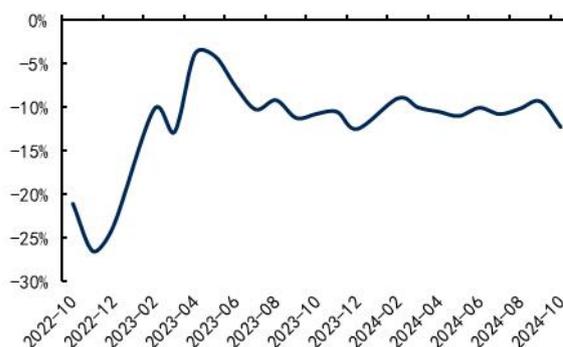
根据统计局数据，2024年1-10月，房地产开发投资额86309亿元，同比-10.3%，降幅较1-9月扩大了0.2个百分点；10月单月，房地产开发投资额同比-12.3%，降幅较9月扩大了3.0个百分点。拆解开发投资额用途，施工投资项仍占主导但拖累逐渐收窄，而土地购置项对开发投资额的拖累边际加深。

图34: 房地产开发投资累计同比



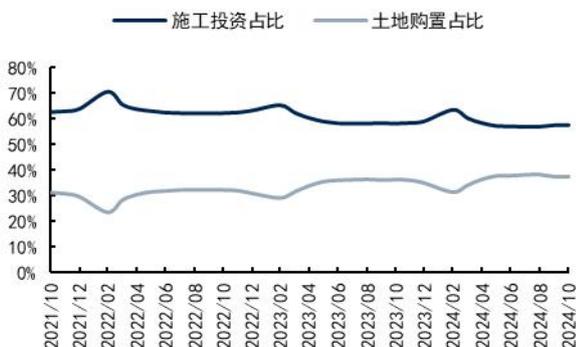
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图35: 房地产开发投资单月同比



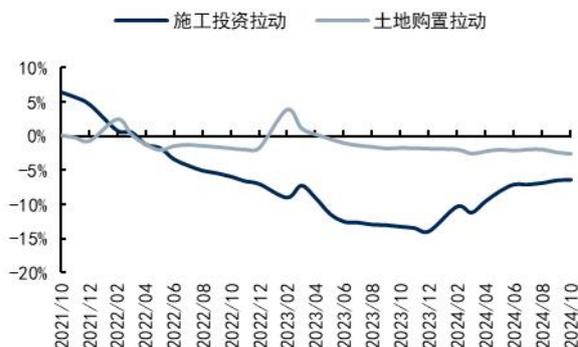
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图36: 房地产开发投资中施工投资占比 vs 土地购置占比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

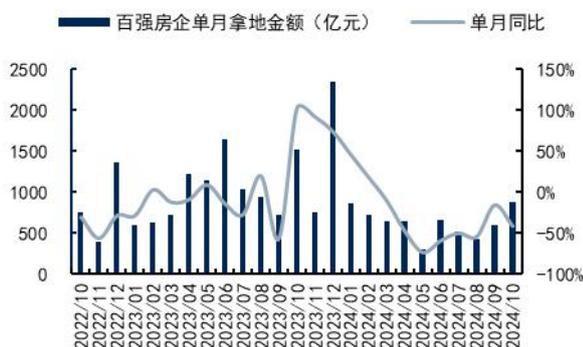
图37: 施工投资拉动 vs 土地购置拉动



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

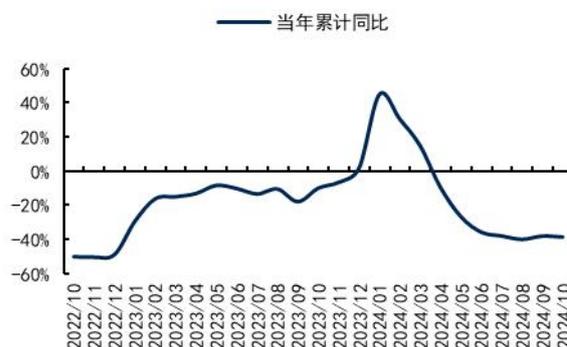
从房企维度看，根据中指研究院数据，2024年1-10月，百强房企权益拿地额6199亿元，累计同比-39%，降幅较1-9月扩大了1个百分点；10月单月，百强房企权益拿地额875亿元，环比+48%，但同比-42%，相当于2020年同期的40%，仍处于较低水平，房企拿地意愿依旧不足。

图38: 百强房企单月拿地金额及同比



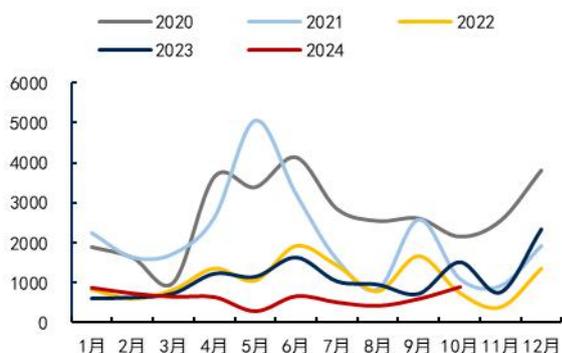
资料来源: 中指研究院, 国信证券经济研究所整理

图39: 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40: 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41: 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

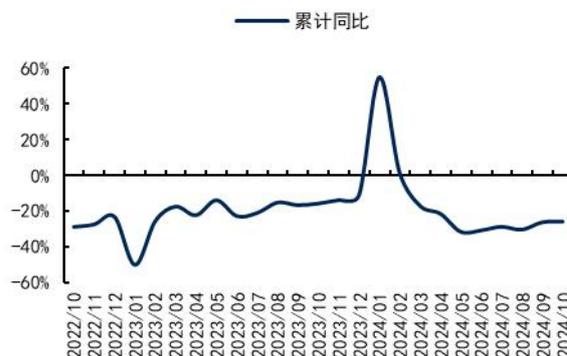
从城市维度看, 根据中指研究院数据, 2024年1-10月, 300城住宅用地成交建面为12409万 m^2 , 累计同比-26%, 降幅与1-9月持平; 10月单月, 300城住宅用地成交建面为2247万 m^2 , 环比+14%, 同比-24%, 相当于2019年同期的67%, 环比继续改善。2024年10月, 300城住宅用地当月成交溢价率1.7%仍处于低位。

图42: 300 城住宅用地单月成交面积及同比



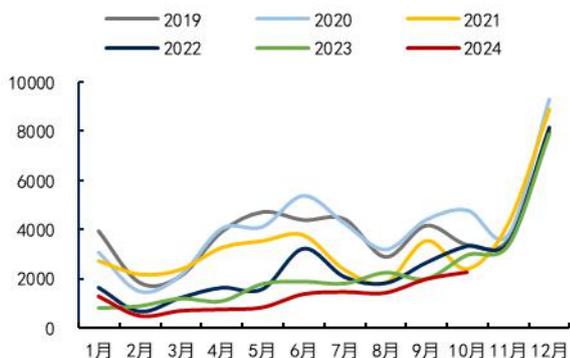
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图43: 300 城住宅用地当年累计成交面积同比



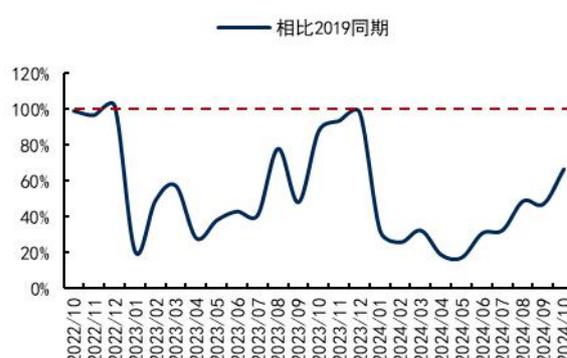
资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图44: 300 城住宅用地历年单月成交面积（单位：万㎡）



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

图45: 300 城住宅用地单月成交面积相比 2019 同期



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

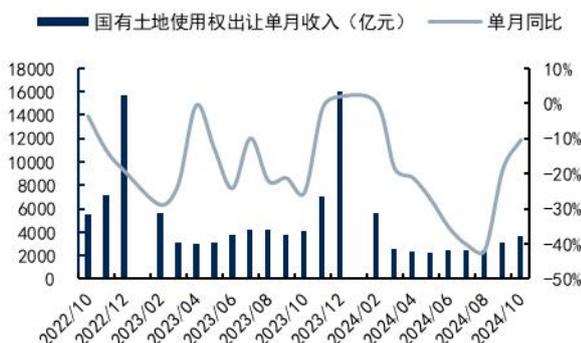
图46: 300 城住宅用地当月成交溢价率



资料来源：中指研究院，国信证券经济研究所整理

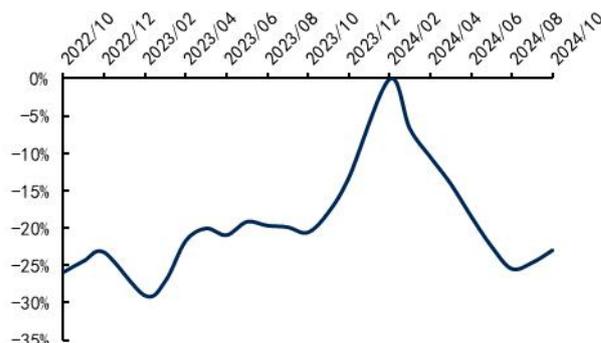
从全国土地出让收入规模看，根据财政部数据，2024年1-10月，国有土地使用权出让收入26971亿元，同比-23%，降幅较1-9月收窄了2个百分点；10月单月，国有土地使用权出让收入3684亿元，环比+20%，同比-11%，相当于2019年同期的61%，与往年一样进入年底冲刺期，地方政府土地财政压力仍然较大。

图47: 国有土地使用权出让单月收入及单月同比



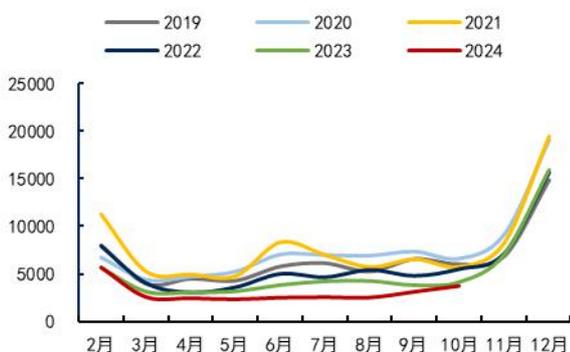
资料来源：财政部、Wind，国信证券经济研究所整理

图48: 国有土地使用权出让收入当年累计同比



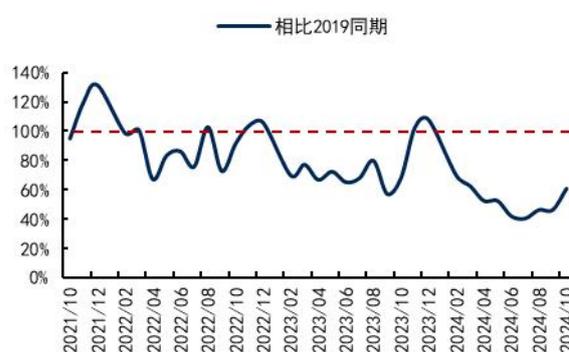
资料来源：财政部、Wind，国信证券经济研究所整理

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

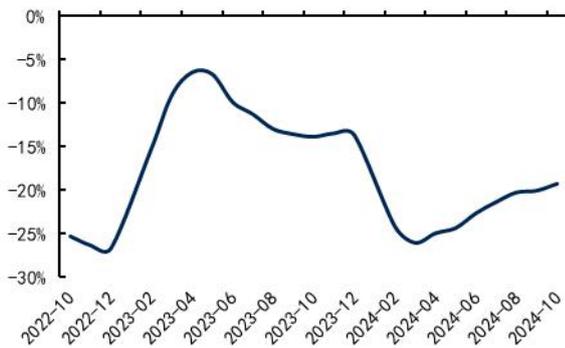


资料来源：财政部、Wind，国信证券经济研究所整理

房企融资降幅持续收窄，销售回款拖累逐步减轻

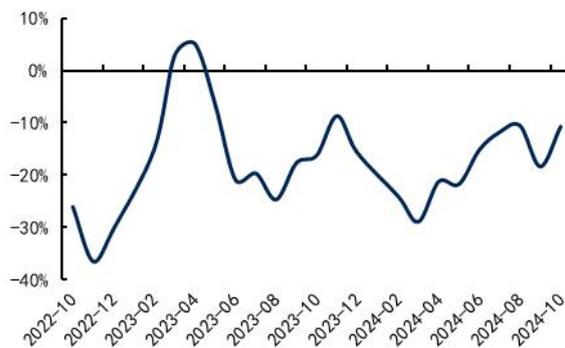
根据统计局数据，2024年1-10月，房企到位资金87235亿元，同比-19.2%，降幅较1-9月收窄了0.8个百分点；10月单月，房企到位资金同比-10.8%，降幅较9月收窄了7.7个百分点。拆解房企资金来源，2024年1-10月，定金及预收款26444亿元，同比-27.7%，个人按揭贷款12436亿元，同比-32.8%，降幅均持续收窄。销售回款持续改善，对房企资金的拖累逐步减轻。

图51: 房地产开发企业到位资金累计同比



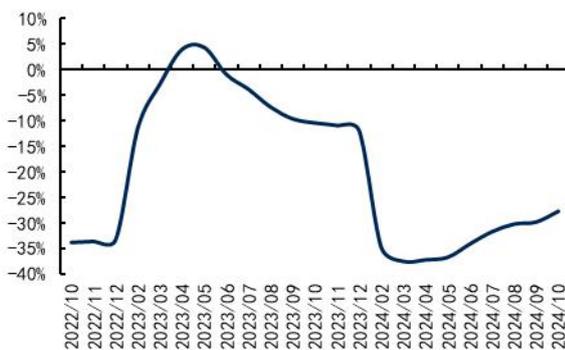
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图52: 房地产开发企业到位资金单月同比



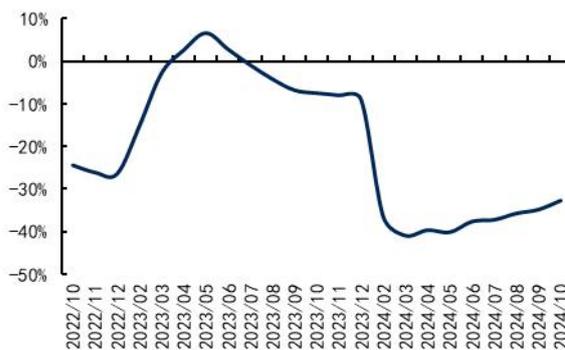
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图53: 定金及预收款累计同比



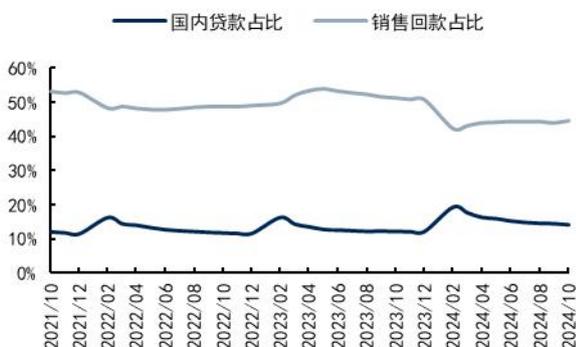
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图54: 个人按揭贷款累计同比



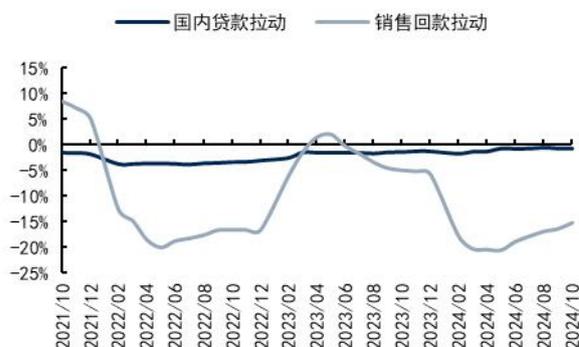
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图55: 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56: 国内贷款拉动 vs 销售回款拉动

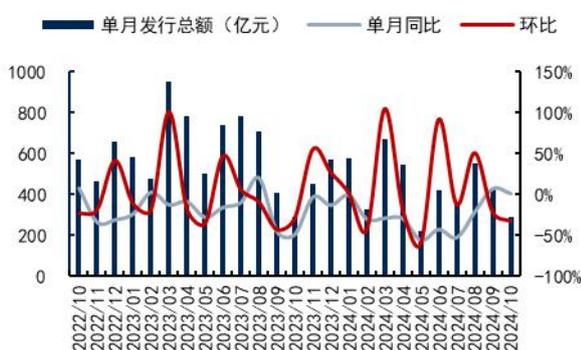


资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

此外，根据中指院跟踪数据，房企非银融资 10 月累计同比持续改善。

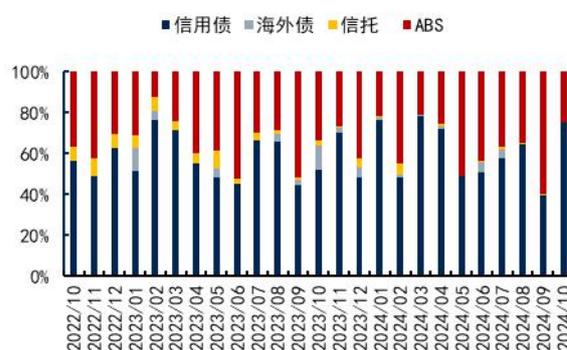
- ◆ 从单月值看，环比回落但同比为正。2024 年 10 月，房企非银融资单月发行 290 亿元，环比-33%，单月同比+1%，涨幅较上月收窄了 6pct；其中，信用债、海外债、信托、ABS 发行额占比分别为 75%、0%、0%、25%，分别较上月变动了+35pct、0pct、0pct、-35pct。
- ◆ 从累计值看，同比降幅继续收窄。2024 年 1-10 月，房企非银融资累计发行 4387 亿元，同比-29%，降幅较 1-9 月收窄了 1.5pct；其中，信用债、海外债、信托、ABS 累计发行同比分别为-24%、-65%、-85%、-29%，分别较 1-9 月变动了+3pct、-8pct、0pct、0pct。

图57: 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58: 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59: 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60: 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

开竣工单月波动较大，但趋势明确

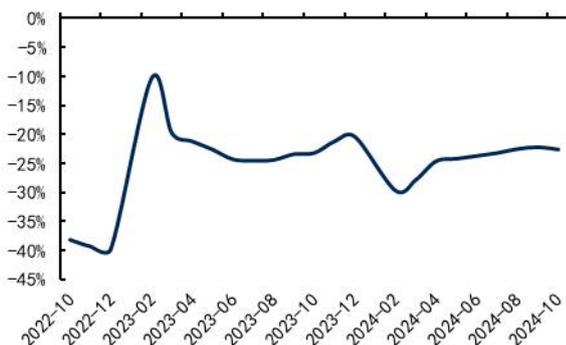
新开工降幅扩大，规模仍在低位

根据统计局数据，2024 年 1-10 月，房屋新开工面积 61227 万 m²，同比-22.6%，

降幅较 1-9 月扩大了 0.4 个百分点；10 月单月，房屋新开工面积 5176 万 m²，同比 -26.7%，降幅较 9 月扩大了 6.8 个百分点。

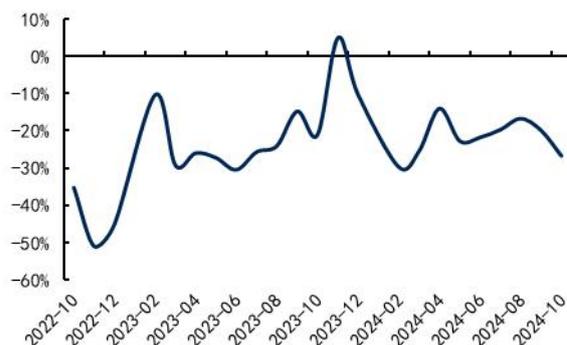
房企新开工安排与经营计划挂钩，也会综合考虑销售景气度合理调整节奏，通常 6 月份是新开工高峰，助力下半年推货销售。新开工是统计局发布的诸多房地产指标中相比历史同期下滑最严重的，2024 年 10 月，单月新开工面积仅为 2019 年同期的 26%，仍在较低水平。

图61: 房屋新开工面积累计同比



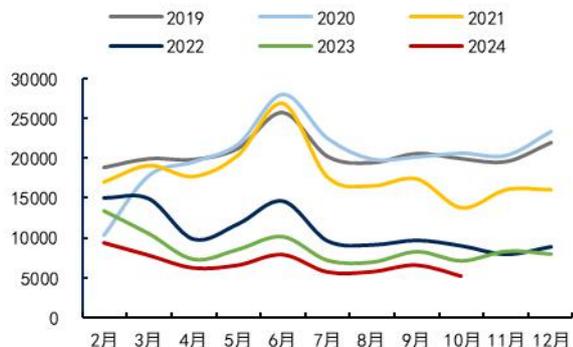
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图62: 房屋新开工面积单月同比



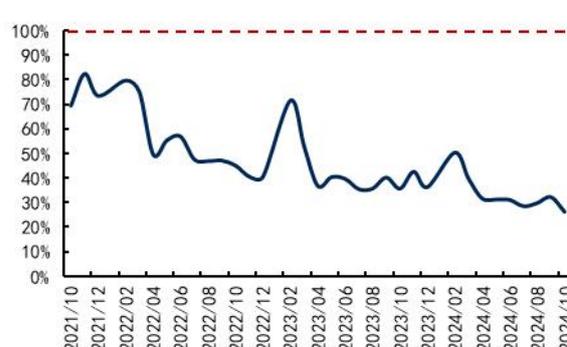
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图63: 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64: 单月新开工面积与 2019 年同期相比



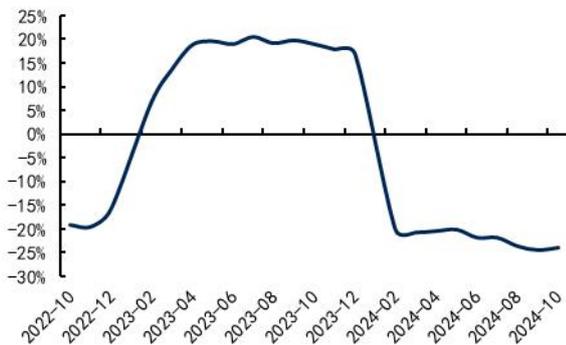
资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

竣工降幅收窄，但下行趋势明确

根据统计局数据，2024 年 1-10 月，房屋竣工面积为 41995 万 m²，同比 -23.9%，降幅较 1-9 月收窄了 0.5 个百分点；10 月单月，房屋竣工面积 5180 万 m²，同比 -20.1%，降幅较 9 月收窄了 11.3 个百分点。

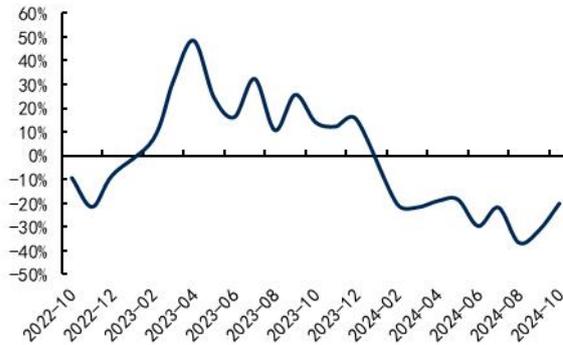
房屋竣工面积是滞后指标，房企竣工计划根据已售期房合同中约定的交付日期刚性排布，不受当前销售景气度的影响，通常 12 月份是竣工高峰。竣工是各项地产指标中相比历史同期表现最平稳的，2024 年 10 月，单月竣工面积为 2019 年同期的 69%，但下行趋势明确。

图65: 房屋竣工面积累计同比



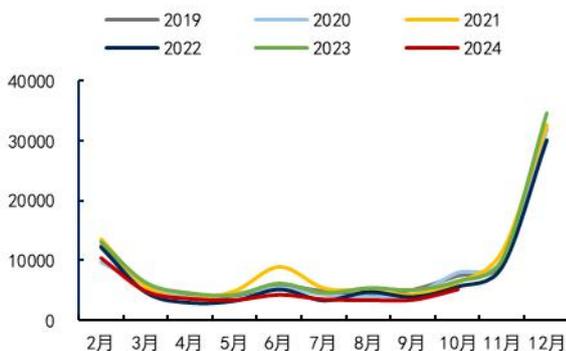
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图66: 房屋竣工面积单月同比



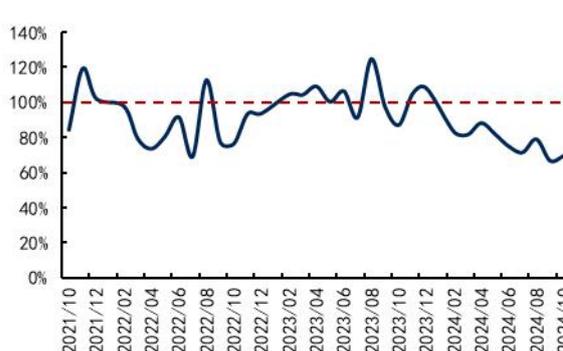
资料来源: 国家统计局、Wind, 国信证券经济研究所整理

图67: 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68: 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

随着 9 月末需求端政策效果显现, 销售量价指标均边际改善, 但开发投资尚未好转。一方面, 在房价整体止跌之前 (个别城市止跌是不够的), 很难给出房企的合理估值, 因此从价值角度建议对房地产市场特别是房价保持关注。另一方面, 在房价整体止跌之前, 仍会有各种支持政策出台, 板块仍然有周期性的博弈机会。后续地产板块的行情演绎将取决于楼市量价修复的持续性以及存量土地回收和城中村改造扩围等政策的落地进度。个股端, 持续推荐保利发展、中国海外发展、华润置地、越秀地产、贝壳-W。

表1: 重点公司盈利预测与估值 (截至 2024 年 11 月 25 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
600048.SH	保利发展	优于大市	9.74	1166	1.01	0.92	1.02	9.6	10.6	9.5
0688.HK	中国海外发展	优于大市	13.12	1327	2.34	2.38	2.44	5.0	5.0	4.8
1109.HK	华润置地	优于大市	22.4	1476	3.89	3.65	3.69	5.2	5.5	5.5
0081.HK	越秀地产	优于大市	5.49	204	0.79	0.79	0.82	6.3	6.3	6.0
2423.HK	贝壳-W	优于大市	48.35	1620	2.70	2.50	2.54	16.1	17.4	17.1

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