

房地产行业2025年中期策略

审慎观察，积极博弈

行业研究 · 行业投资策略

房地产 · 房地产开发

投资评级：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
wangyuelelei@guosen.com.cn
S0980520030001

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

- 上半年回顾

当前“924”热度渐散，市场重回下行趋势，景气度回到了“924”之前。我们预计若无增量政策出现，短期内市场销售端无自发修复的可能。

- 下半年展望

当前库存供需关系未明显好转，如回收存量土地计划全部落地，当前能消化约14%的超量闲置土地。如果不考虑增量政策，我们预计2025全年销售额-5.8%，销售面积-3.6%，投资-9.3%，新开工-2%，竣工-26%。

- 投资策略

在房地产市场磨底的过程中，我们看好风险出清较为充分，拿地积极，土储质量高，产品力好的企业将脱颖而出。结合前文的观察指标，我们推荐：中国金茂、华润置地、绿城中国、越秀地产、贝壳-W、我爱我家。

- 风险提示

市场风险、政策风险、房企经营风险等。

【 01 】 2025上半年回顾

【 02 】 2025下半年展望

【 03 】 投资策略

【 04 】 风险提示

政策面：“止跌回稳”是主基调，关注去库存落地效果



自2024年9月中央提出“要促进房地产市场止跌回稳”后，纵观三个季度以来的政策脉络，主基调仍是“止跌回稳”和“去库存”，其中“去库存”的三大手段回收存量土地、城中村改造、回收现房均在稳步推进中，未来仍是政策重点。和去年同期不同的是，由于重点城市销售量水平环比提升，同比降幅收窄，2025上半年显有因城施策的需求端放松政策出台。

同时，构建房地产发展新模式，改善居民需求端的配套政策也在正有序推进，如“好房子”和“现房销售”均在2025上半年有所提及和落地。

我们认为，2025下半年政策脉络仍将延续上半年的主基调，后续需持续关注去库存的落地效果，及需求端的放松政策出台时机。

政策面：“止跌回稳”是主基调，关注去库存落地效果



表1：2025年关于房地产政策的表态

时间	部门	内容
2月28日	(国新办发布会) 住建部	2024年，全国实施城中村改造项目1863个，惠及居民136.7万户，建设筹集安置房189.4万套，起到了消除安全隐患、改善居住条件和生态环境、推动城市高质量发展等积极作用，实现了一举多得。针对“稳步推进城中村改造”，主要采取了以下工作： 一是坚持先谋后动、动则必快、动则必成。指导各地从实际出发，采取拆除新建、整治提升、拆整结合三种方式实施城中村改造，优先改造群众需求迫切、安全隐患突出的城中村，并加快实施进度，让老百姓能有更多获得感、幸福感、安全感。 二是严格落实“一项目两方案”。督促每个项目都要制定完备的征收补偿方案、资金平衡方案。第一个方案主要做到征收补偿一定要安置到位，第二个方案确保每个项目资金收支能够平衡。 三是扩大政策支持范围。从原有的35个城区常住人口在300万以上的大城市可以搞城中村改造，现在将城市的范围扩大到了地级及以上城市进行城中村改造。 四是抓好工程质量安全监管。将城中村改造安置房建设作为质量安全监管的重点，确保施工安全和工程质量。
3月5日	全国两会	稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好，不断提高人民生活水平。……优化和创新结构性货币政策工具，更大力度促进楼市股市健康发展。……持续用力推动房地产市场止跌回稳。因城施策调减限制性措施，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。优化城市空间结构和土地利用方式，合理控制新增房地产用地供应。盘活存量用地和商办用房，推进收购存量商品房，在收购主体、价格和用途方面给予城市政府更大自主权。拓宽保障性住房再贷款使用范围。发挥房地产融资协调机制作用，继续做好保交房工作，有效防范房企债务违约风险。有序搭建相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的好房子”。
3月9日	住建部	住建部部长倪虹在十四届全国人大三次会议民生主题记者会上表示，将会同有关部门长短结合、标本兼治，坚决稳住楼市。 一是巩固政策组合拳效果，继续打好保交房攻坚战，加大白名单贷款投放力度，按照“应进尽进、应贷尽贷”要求，充分保障项目建设交付。 二是加力实施城中村和危旧房改造，将在去年新增100万套的基础上，继续扩大改造规模。2000年以前建成的城市老旧小区都要纳入城市更新改造范围。稳妥推进货币化安置，让城中村居民拥有更多的自主选择权，实现早入住、早安居，同时，也有利于消化存量商品房。 三是推进收购存量商品房，将支持地方在收购主体、价格和用途方面充分行使自主权。收购的商品房，优先用于保障性住房、城中村改造安置房、人才房、青年公寓和职工宿舍等。 四是改革完善房地产开发、销售等基础性制度，适应人民群众高品质住房的需要，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的好房子，促进房地产市场平稳健康发展。住宅层高标准将调整为不低于3米。
3月31日	住建部	国家标准《住宅项目规范》发布，以安全、舒适、绿色、智慧为目标，在规模、布局、功能、性能和关键技术措施等方面，对住宅项目的建设、使用和维护作出规定。规范要求新建住宅建筑层高不低于3米，4层及以上住宅设置电梯，提高墙体和楼板隔声性能，系统提出无障碍和适老化建设方面的要求，每套住宅都有满足日照标准的房间。
4月25日	中央政治局会议	要持续用力防范化解重点领域风险。继续实施地方政府一揽子化债政策，加快解决地方政府拖欠企业账款问题。加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。加快构建房地产发展新模式，加大高品质住房供给，优化存量商品房收购政策，持续巩固房地产市场稳定态势。持续稳定和活跃资本市场。
5月7日	(国新办发布会) 中国人民银行、金融监管总局、证监会	为贯彻中央政治局会议精神，进一步实施好适度宽松的货币政策，人民银行将加大宏观调控强度，推出一揽子货币政策措施，包括下调政策利率0.1个百分点，预计将带动贷款市场报价利率（LPR）同步下行约0.1个百分点。……降低个人住房公积金贷款利率0.25个百分点，五年期以上首套房利率由2.85%降至2.6%，其他期限利率同步调整。……金融监管总局近期将加快出台与房地产发展新模式相适配的系列融资制度，助力持续巩固房地产市场稳定态势。

资料来源：住建部、中国人民银行、金融监管总局、中国新闻网、国信证券经济研究所整理

城中村改造：效果值得期待

2025年4月25日，中共中央政治局召开会议指出，要加力实施城市更新行动，有力有序推进城中村和危旧房改造。

5月15日，中共中央办公厅、国务院办公厅《关于持续推进城市更新行动的意见》。主要目标是：到2030年，城市更新行动实施取得重要进展，城市更新体制机制不断完善。主要任务是：1）加强既有建筑改造利用；2）推进城镇老旧小区整治改造；3）开展完整社区建设；4）推进老旧街区、老旧厂区、城中村等更新改造；5）完善城市功能；6）加强城市基础设施建设改造；7）修复城市生态系统；8）保护传承城市历史文化。

5月20日，财政部、金融监管总局、发改委等表示，将继续通过中央补助资金、中央预算内投资、超长期特别国债、增发国债、税费优惠等多元渠道支持城市更新；研究出台专门的城市更新项目贷款管理办法，通过项目清单管理，明确金融机构贷款的条件和流程，引导金融机构更好满足项目的合理融资需求；将于今年6月底前下达2025年城市更新专项中央预算内投资计划，并将积极推进投融资模式创新。

我们认为，从需求入手消化超量库存，随着城中村改造政策扩围，支持范围从最初的35个城区常住人口300万以上的城市扩大到近300个地级及以上城市，城改变棚改趋势渐明。以城改之名行棚改之实，是当前阻力最小、效果最值得预期的政策。

回收存量土地：有序落地

3月11日，自然资源部、财政部发布《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知》，主要内容为：1) 优先将处置存量闲置土地清单中的地块纳入土地储备计划，确有需求的新增土地储备项目也应纳入土地储备计划，存量闲置土地包括，企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的房地产用地，以及其他符合回收收购条件的土地；2) 用于土地储备的专项债券发行和使用应当严格对应到项目，做好资金和收益的综合平衡；3) 完善专项债券申报审核流程，严格监督管理。

根据中指不完全统计，截至6月25日，全国各地公示拟使用专项债回收收购存量闲置土地的数量超3700宗，总用地面积约1.96亿平方米，总金额超4700亿元，其中7个省市已经发行专项债超960亿元（均为专项债“自审自发”试点地区），占比约20%。根据我们测算，若能全部收回，将减少当前14.1%的闲置土地。

我们认为，当前回收存量土地正在有序推进，相较于城中村改造和收储，回收存量土地的堵点更容易解决，可持续关注落地进展：1) 相对于城中村和收储中较为复杂的博弈，收回土地的参与方都有较强的参与动机，只要资金到位，推进起来更容易；2) 隐债管控方面，需要适当放宽城投拿地对应的隐债管控，以及降低发行专项债对项目受益或偿还时间的要求。

现房销售：积极探索

5月13日，信阳市住建局官网公示了《关于加强商品房预售管理工作的若干措施（试行）》，主要内容为：1. 已开工项目（已取得施工证的项目），预售条件不变；2. 新开工项目（已拿地未开工项目），主体结构封顶方可预售；3. 新拿地项目（文件印发后），一律现房销售（现房一般指已竣工备案的项目）；4）其他预售资金监管方面的要求。

7月1日，湖北荆门发布通知，对于新出让土地开发的商品房，原则上实行现房销售。

我们认为，信阳、荆门此次出台现房销售试点，与2022年开始的项目型试点不同，本次是地方政策的变化，而非作为土地出让条件之一，预示现房销售试点范围有望扩大，全国性的政策会在四季度前出台，且会有相关的融资方面的支持政策。

我们预计若推出相关政策，将在中长期对行业产生利好。长期来看，房企的财务特点将从“低利润率、高杠杆率、高ROE”，演变成“中利润率、中杠杆率、中ROE”，从“资产负债表生意”走向“利润表生意”，现房销售将重塑行业的商业模式，从“资产负债表生意”走向“利润表生意”。

建筑新规：“好房子”时代到来

2025年政府工作报告提出，适应人民群众高品质居住需要，完善标准规范，推动建设安全、舒适、绿色、智慧的“好房子”。2025年5月，住建部联合多部门修订的《住宅项目规范》开始实施，在层高、建筑密度、绿地率、容积率、配套设施等方面都进行了明确的要求。

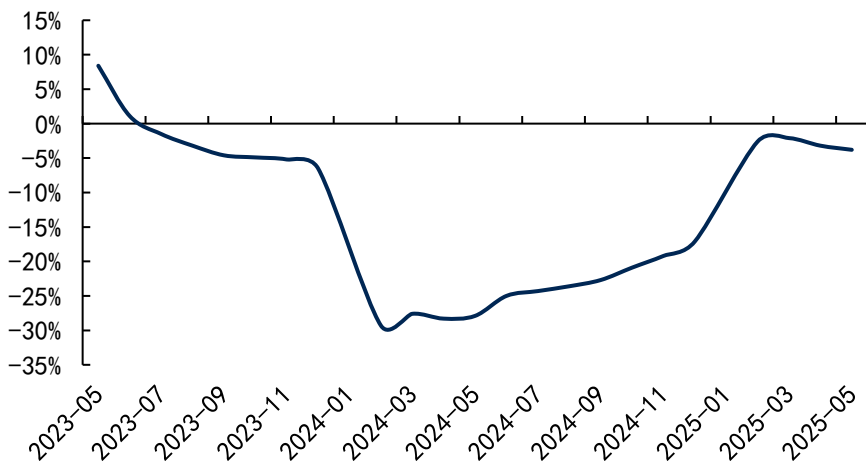
我们认为，建筑新规是构建房地产发展新模式，改善居民需求端的配套政策。我们预计，新《住宅项目规范》开始实施后，一线、强二线城市由于地价占比较高，新房建安成本的提升将对开发商成本，以及终端售价影响相对较少。长期来看，高品质住宅将获得市场的一致认可，有助于新房需求的持续释放，利好土储质量高、对品牌力优秀的开发企业。

销售端：“924”热度渐散，重回下行趋势

自去年三季度末“止跌回稳”发声之后，市场迎来一波反弹，重点城市一、二手房的销量和房价均出现不同程度的上涨。但与过去三年每一次脉冲相似，当前“924”热度渐散，市场重回下行趋势，景气度回到了“924”之前。我们预计若无增量政策出现，短期内市场销售端无自发修复的可能。

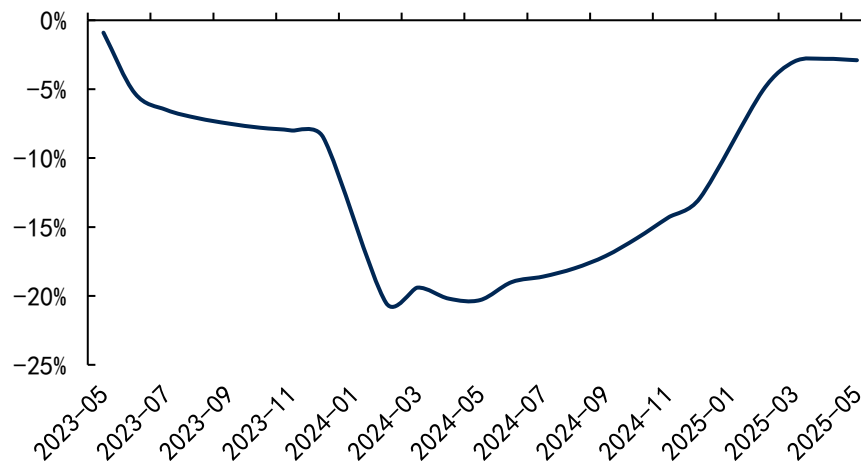
根据统计局数据，2025年1-5月，全国商品房销售额为34091亿元，同比-3.8%，降幅较1-4月扩大了0.6个百分点；商品房销售面积为35315万m²，同比-2.9%，降幅较1-4月扩大了0.1个百分点。观察相对历史同期的销售规模，2025年5月，商品房的销售额和销售面积分别相当于2019年同期的56%和53%，较4月小幅改善，但仍明显低于一季度水平。

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

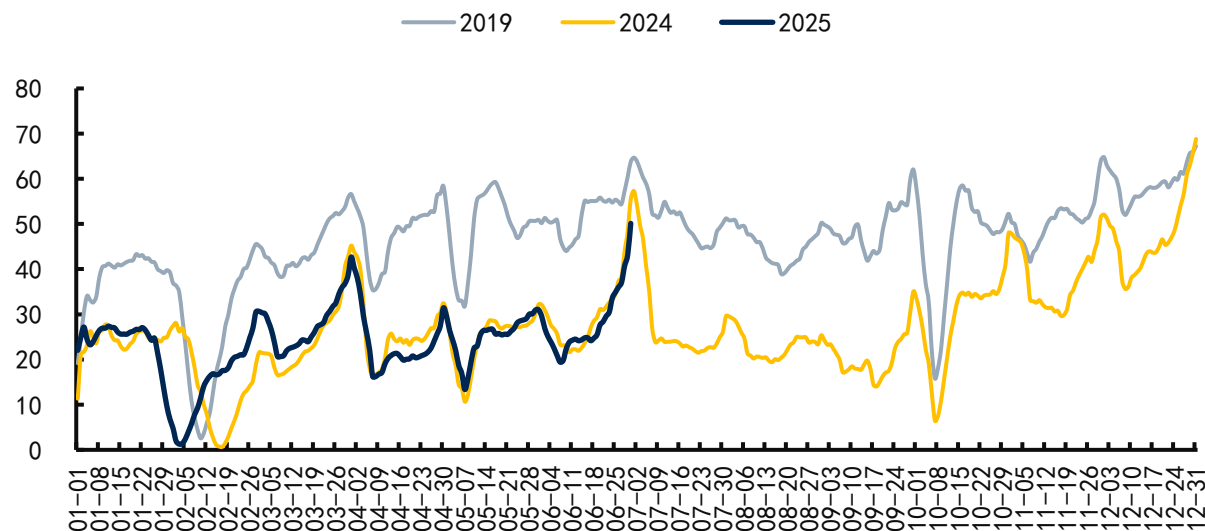


资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

销售端：“924”热度渐散，重回下行趋势

从高频数据看，新房销售方面一线城市表现较好，截至6月末，30城新建商品房当年累计成交4430万 m^2 ，同比-1%；其中，北京、上海、广州、深圳新建商品房成交面积累计同比分别为+1%、+5%、+17%、+24%；一线城市、二线城市、三线城市新建商品房成交面积累计同比分别为+9%、-5%、-4%。

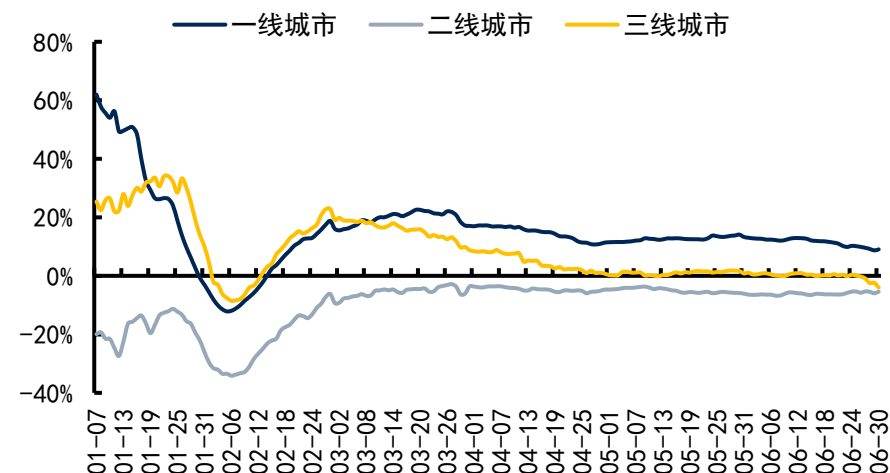
图3：历年30城新建商品房单日成交7天移动平均（万 m^2 ）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

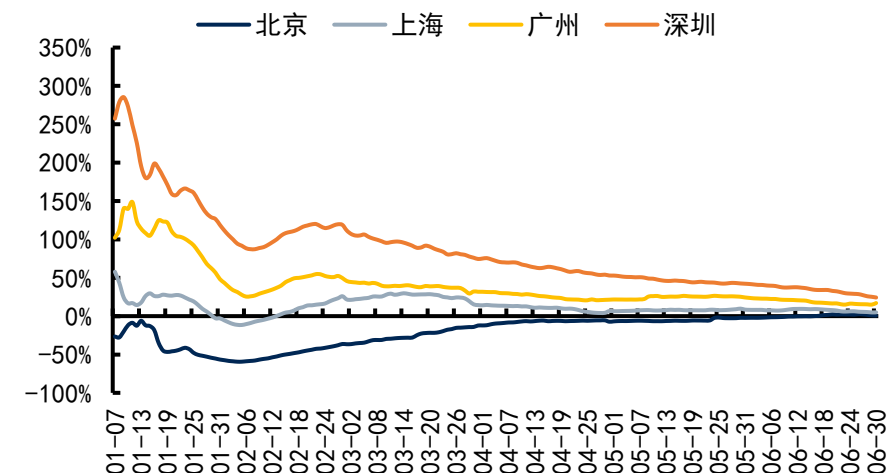
销售端：“924”热度渐散，重回下行趋势

图4：分能级新建商品房成交面积累计同比



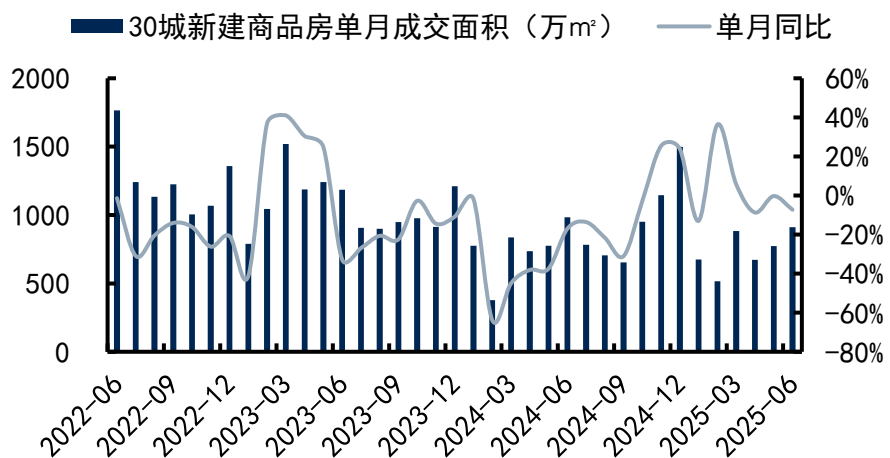
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：主流城市新建商品房成交面积累计同比



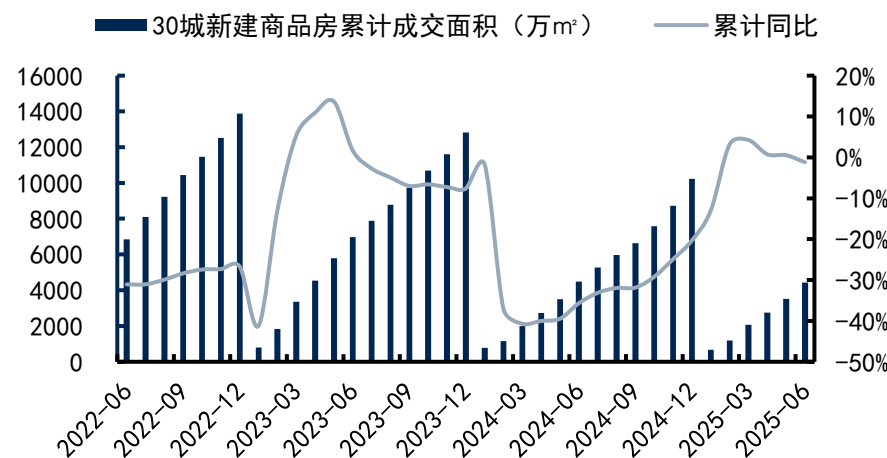
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：30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7：30城新建商品房当年累计成交面积及同比

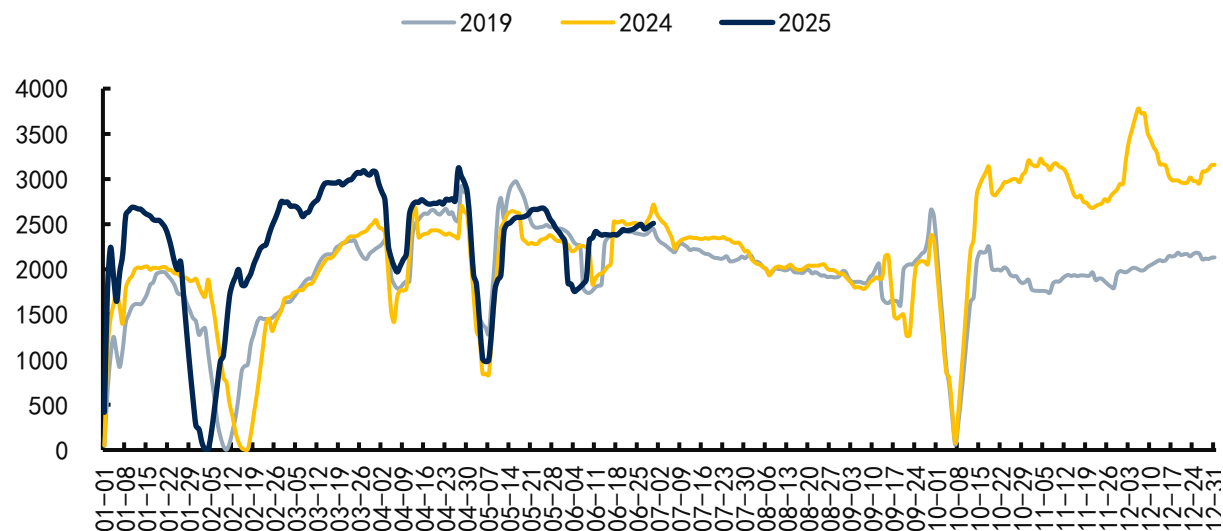


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

销售端：“924”热度渐散，重回下行趋势

从高频数据看，二手房销售方面同比有所起色，但二季度热度不如一季度。截至6月末，18城二手住宅当年累计成交41.5万套，同比+17%；其中，北京、深圳、成都、杭州二手住宅当年成交套数累计同比分别为+18%、+38%、+20%、+18%；一线城市、二线城市、三线城市二手住宅当年成交套数累计同比分别为+23%、+14%、+15%。

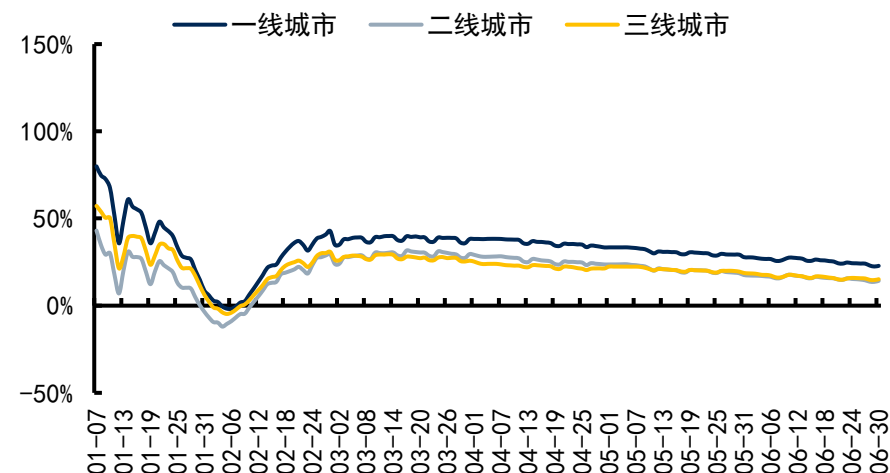
图8：历年18城二手住宅单日成交7天移动平均（套）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

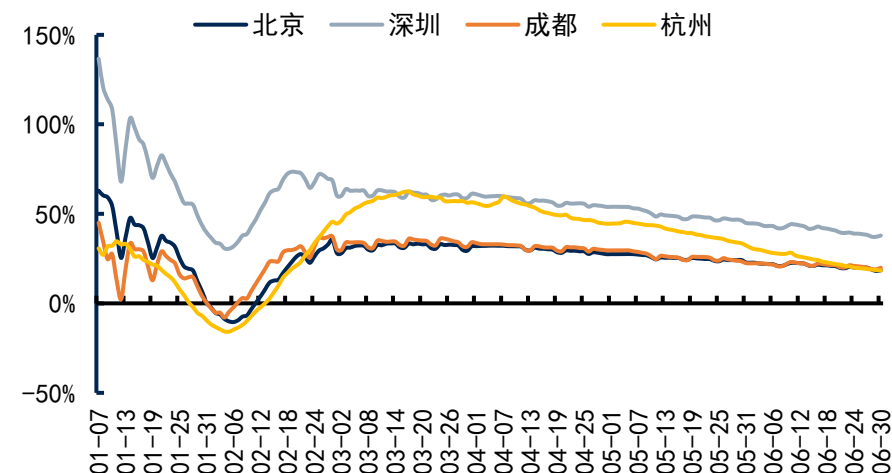
销售端：“924”热度渐散，重回下行趋势

图9：分城市能级二手住宅成交套数累计同比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：主流城市二手住宅成交套数累计同比



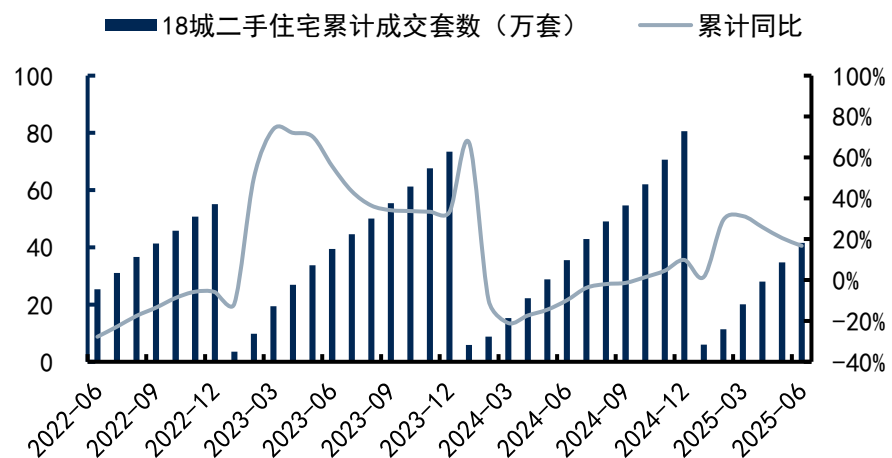
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图11：18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12：18城二手住宅当年累计成交套数及同比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

与销售量相似的是，2025年价格端也呈前高后低的走势。进入二季度末，70城新房和二手房价格同比降幅收窄，但价格环比跌幅均扩大。

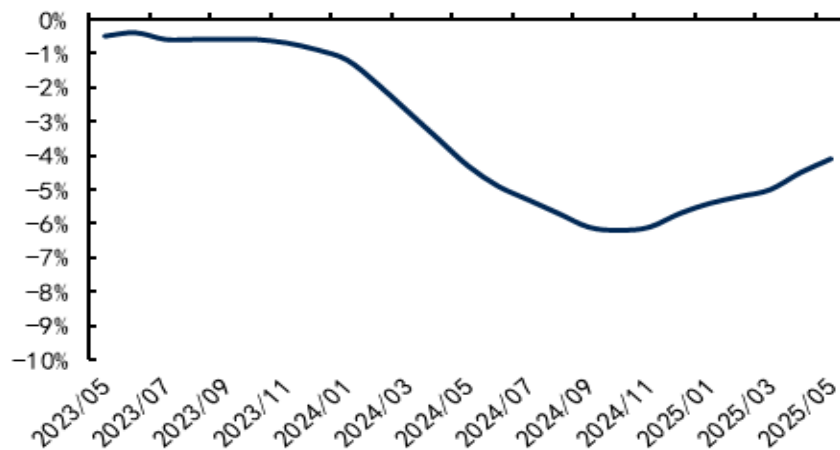
2025年1-5月，新建商品房销售均价为9653元/m²，同比-0.9%。5月单月，新建商品房销售均价为10004元/m²，同比-2.8%，降幅较4月收窄了1.9个百分点。

从城市维度看，新房端，2025年5月，70城新建商品住宅销售价格同比-4.1%，降幅较4月收窄了0.4个百分点，自2024年11月以来已连续7个月收窄；环比-0.2%，降幅较4月扩大了0.1个百分点，一线和二线城市的新房价格环比分别自2024年11月和2024年12月转正以来首次转跌。

二手房端，2025年5月，70城二手住宅销售价格同比-6.3%，降幅较4月收窄了0.5个百分点，自2024年10月以来已连续8个月收窄；环比-0.5%，降幅较4月扩大了0.1个百分点，已回到2024年10月水平，其中一线城市的二手房价环比跌幅扩大至-0.7%，创2024年10月以来新低。

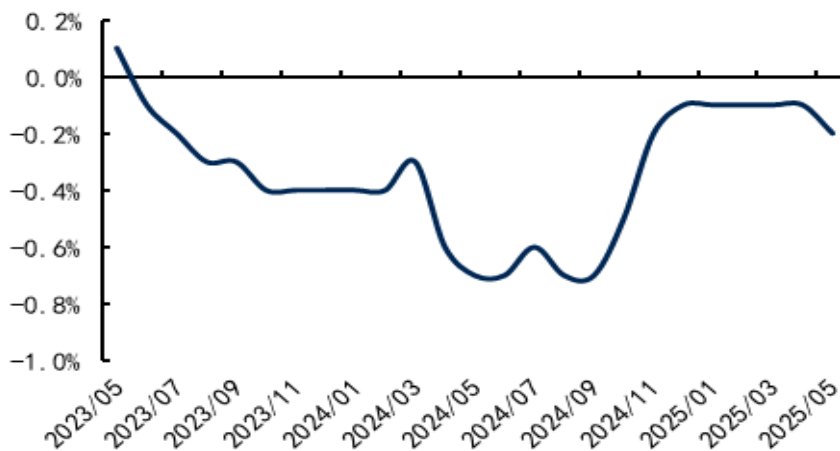
价格端：承压态势不变

图13：70个大中城市新建商品住宅销售价格同比



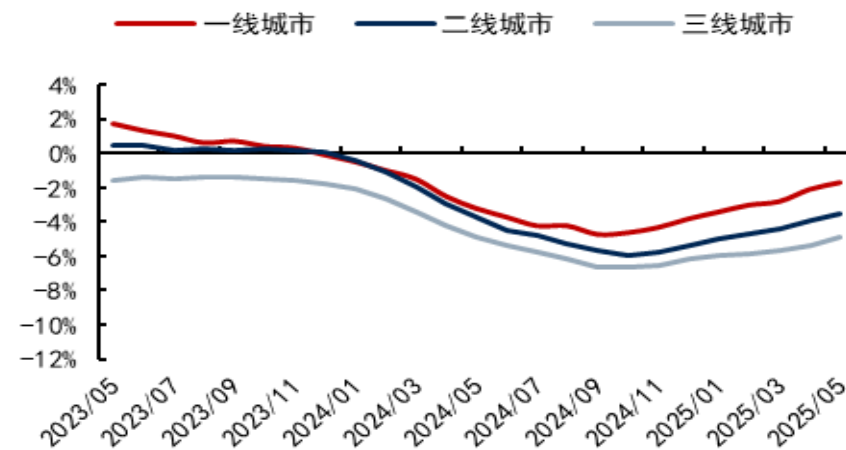
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图15：70个大中城市新建商品住宅销售价格环比



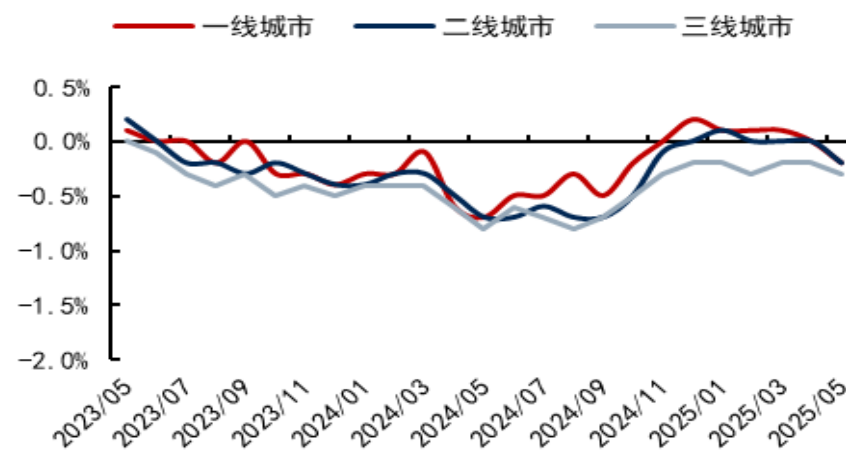
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图14：分城市能级新建商品住宅销售价格同比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

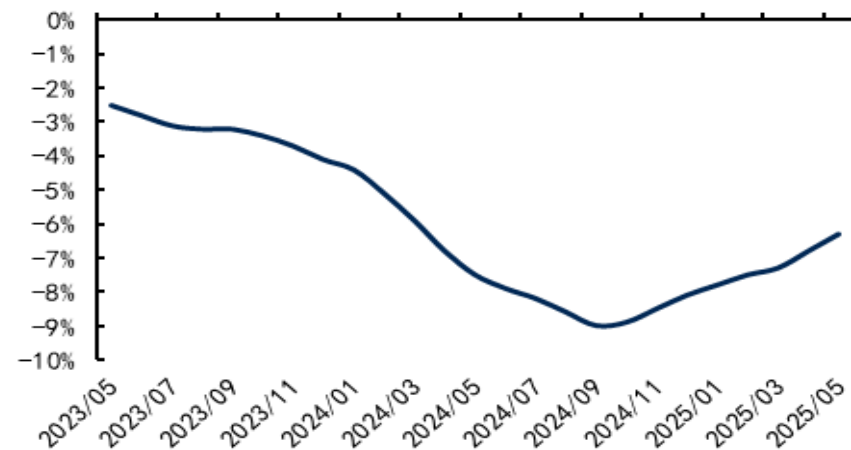
图16：分城市能级新建商品住宅销售价格环比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

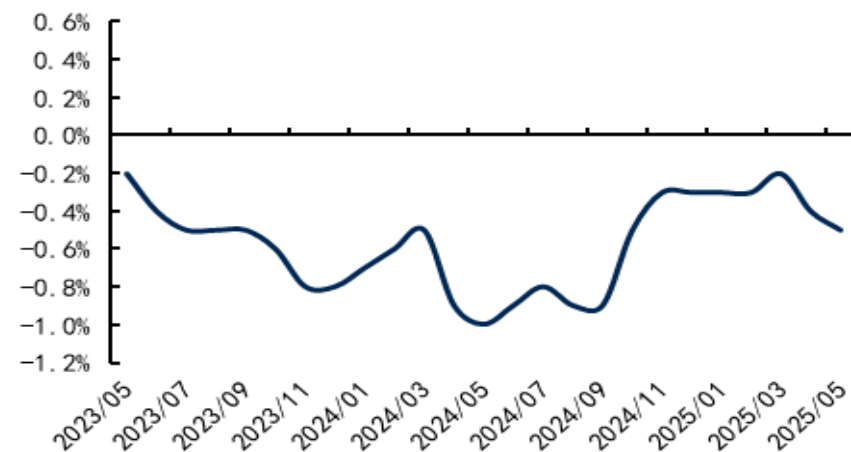
价格端：承压态势不变

图17：70个大中城市二手住宅销售价格同比



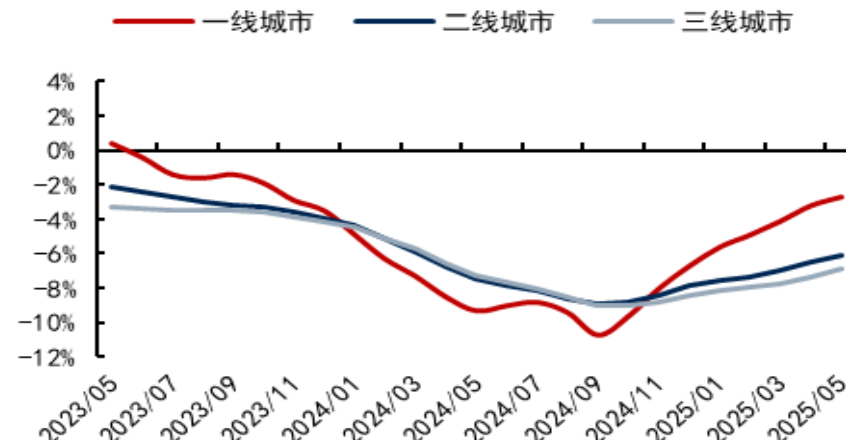
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图19：70个大中城市二手住宅销售价格环比



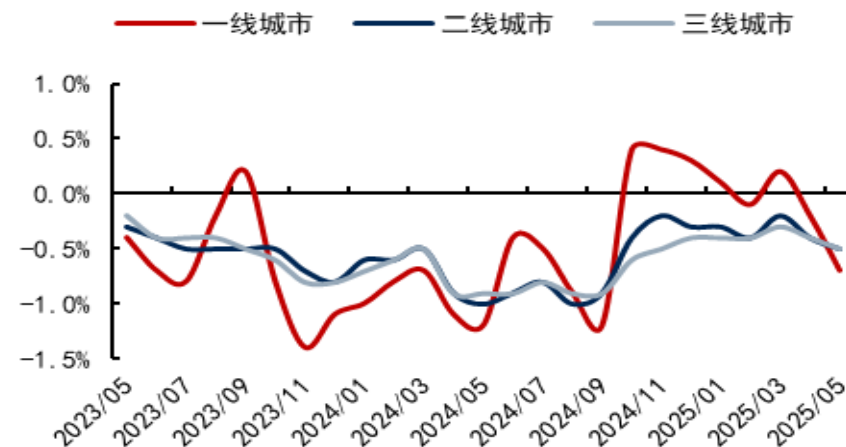
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图18：分城市能级二手住宅销售价格同比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图20：分城市能级二手住宅销售价格环比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

土地市场：分化延续，高能级城市地价上升



根据统计局数据，2025年1-5月，100大中城市住宅类用地累计成交建面6915万 m^2 ，同比-4.4%；累计总地价5188亿元，同比+21.1%；成交楼面价均价7503元/ m^2 ，同比+26.8%；土地溢价率12.8%，同比+8.4pct。

2025年一季度，各城市均拿出“压箱底”的优质地块上架土拍市场，杭州、上海等核心城市纷纷出现土拍地王，优质地块的入市推动了高能级城市地价的上升。分城市能级看，一二线城市地价和溢价率上涨明显：

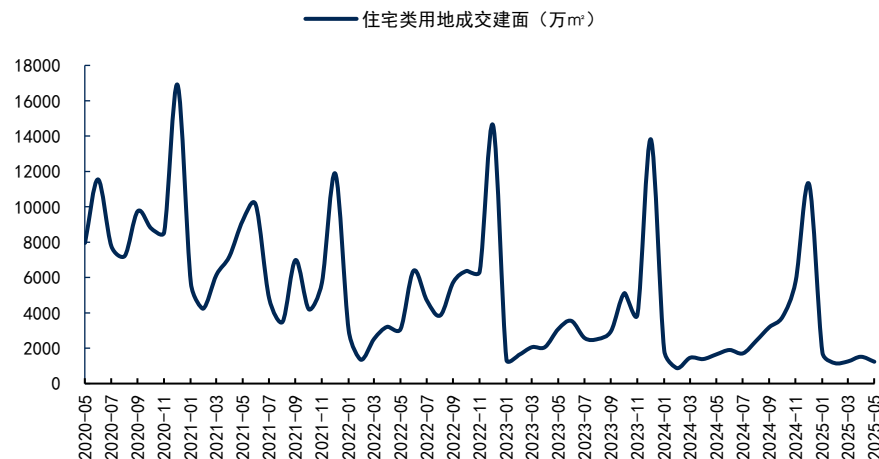
一线城市住宅类用地累计成交建面205万 m^2 ，同比-12.6%；累计总地价1299亿元，同比+31.6%；成交楼面价均价42605元/ m^2 ，同比+50.6%；土地溢价率14.8%，同比+8.9pct。

二线城市住宅类用地累计成交建面3163万 m^2 ，同比+6.0%；累计总地价2781亿元，同比27.0%；成交楼面价均价8792元/ m^2 ，同比+19.8%；土地溢价率16.1%，同比+11.0pct。

三四线城市住宅类用地累计成交建面3447万 m^2 ，同比-11.7%；累计总地价1109亿元，同比+0.2%；成交楼面价均价3216元/ m^2 ，同比+13.5%；土地溢价率3.5%，同比+1.3pct。

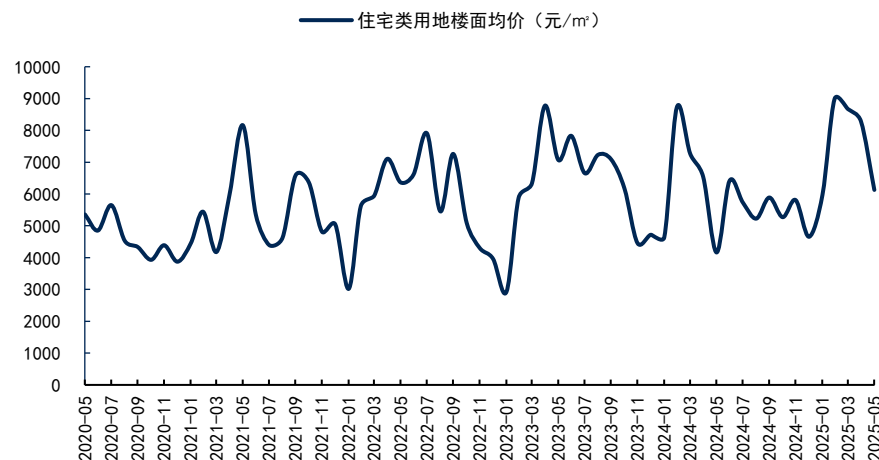
土地市场：分化延续，高能级城市地价上升

图21：住宅类用地成交建面（万 m^2 ）



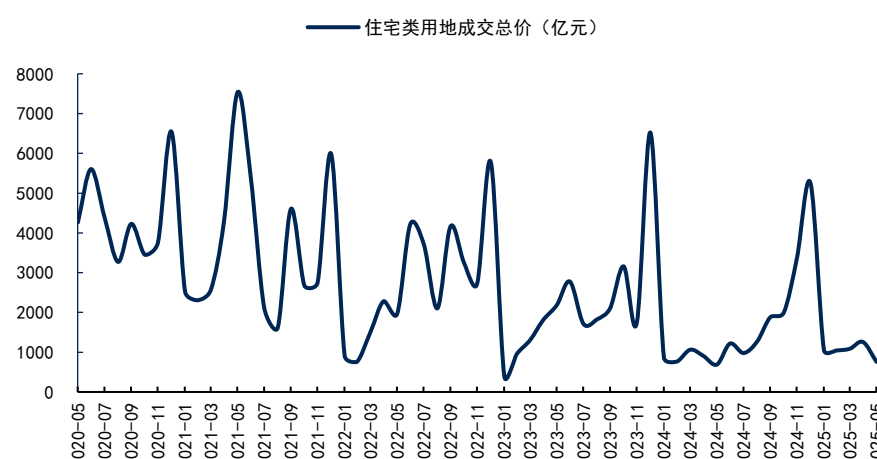
资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

图23：住宅类用地楼面均价（元/ m^2 ）



资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

图22：住宅类用地成交总价（亿元）



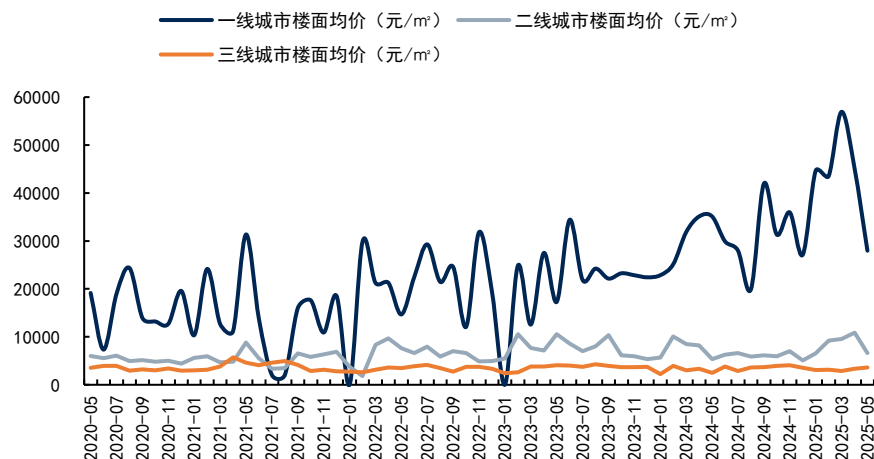
资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

图24：住宅类用地成交土地溢价率



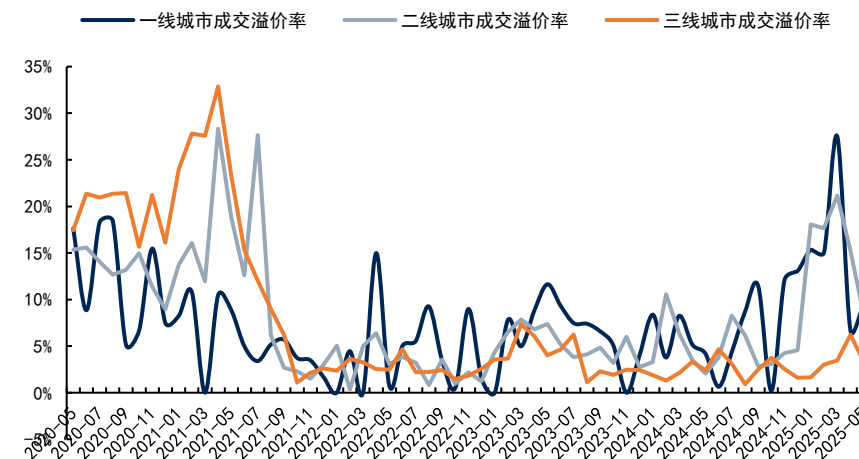
资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

图25：分城市能级住宅类用地楼面均价（元/㎡）



资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

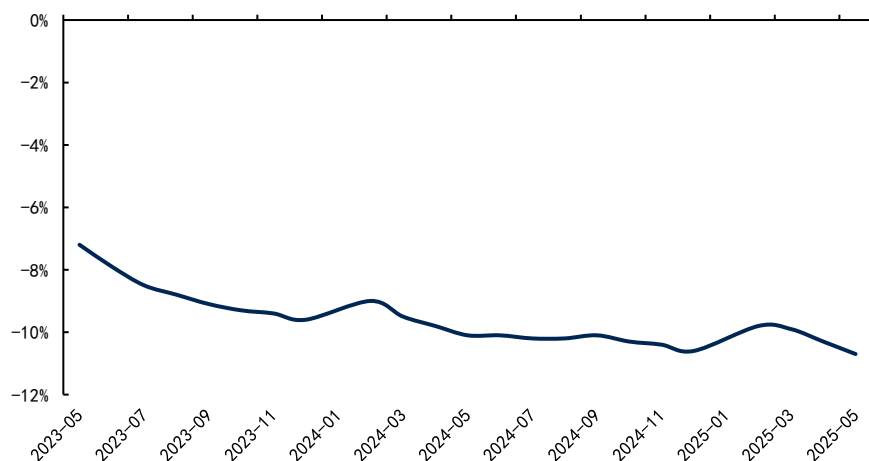
图26：分城市能级成交土地溢价率



资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

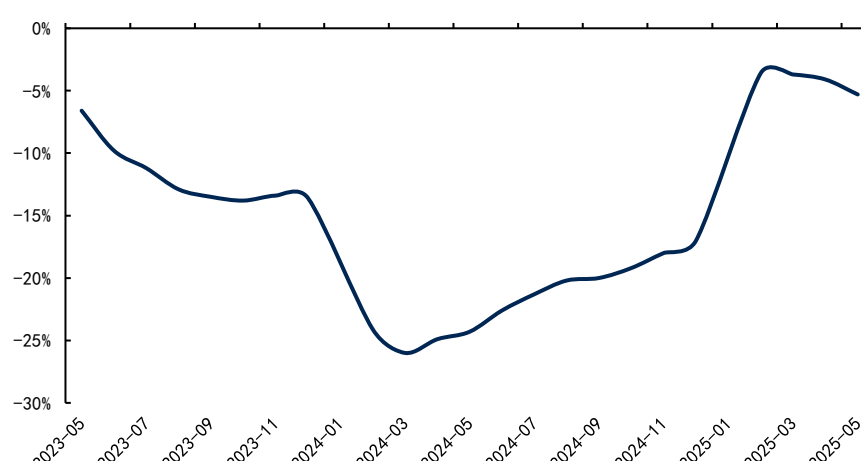
2025年1-5月，房地产开发投资额为36234亿元，同比-10.7%；房企到位资金为40232亿元，同比-5.3%，降幅均有扩大。拆解房企资金来源，2025年1-5月，定金及预收款同比-5.0%，降幅较1-4月扩大了2.0个百分点；个人按揭贷款同比-8.5%，降幅与1-4月持平。销售降温对房企资金的拖累明显。观察相对历史同期的投融资规模，2025年5月，房地产开发投资和房企到位资金分别相当于2019年同期的72%和54%，投资延续2022年以来的季节性前高后低趋势，融资自2024年10月以来的修复趋势已连续3个月减弱。

图27：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28：房地产开发企业到位资金累计同比

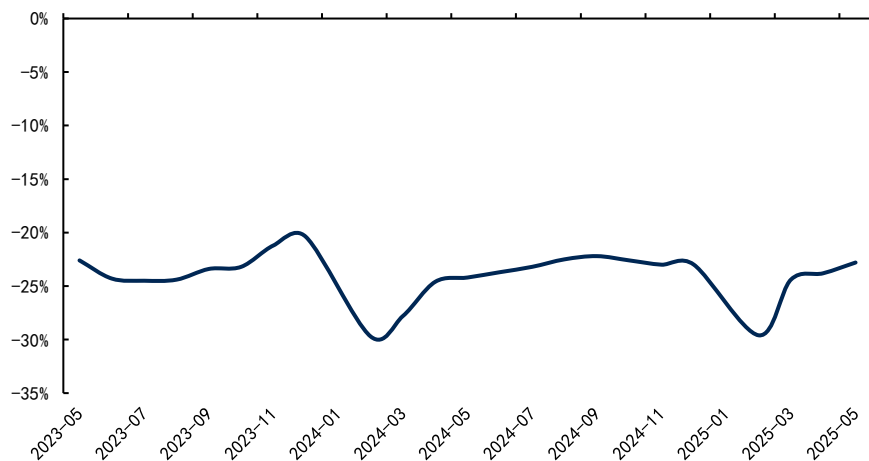


资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

2025年1-5月，房屋新开工面积为23184万 m^2 ，同比-22.8%；房屋竣工面积为18385万 m^2 ，同比-17.3%。

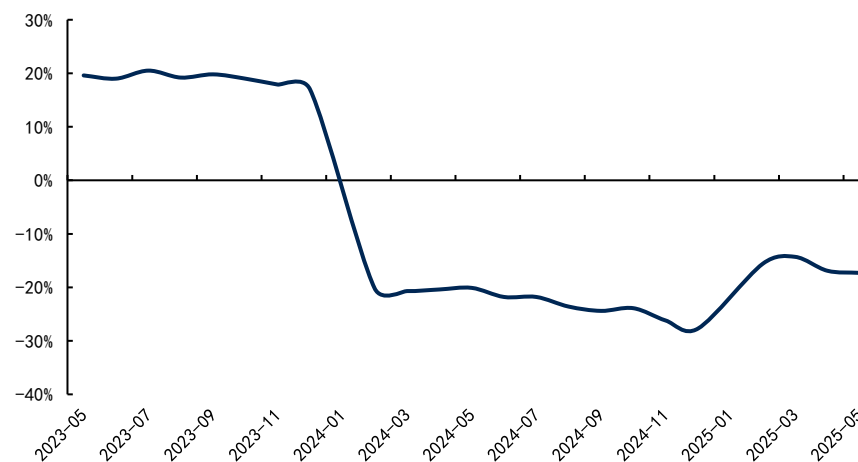
观察相对历史同期的开竣工规模，2025年5月，房屋新开工面积和竣工面积分别相当于2019年同期的25%和66%，月度数据虽然波动较大，但新开工水平仍然较低，竣工作为滞后指标下行趋势确定。

图29：房地产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30：房地产竣工面积累计同比



资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

【 01 】 2025上半年回顾

【 02 】 2025下半年展望

【 03 】 投资策略

【 04 】 风险提示

库存：供需关系未明显好转，回收存量土地效果可期



根据全国各地公示的拟使用专项债收回收购存量闲置土地公告，若全部成功回收完成，当前房地产总库存为32.7亿平方米，较2024年末下降13.3%；其中存量未开工土地（下称土地库存）对应的建筑面积为21.1亿平方米，较2024年末下降14.1%，占比64%，已开工未竣工未销售库存（下称未竣库存）为3.9亿平方米，占比12%，已竣工未销售库存（下称竣工库存）为7.7亿平方米，占比24%。

按照2024年的预计销售面积计算，当前总库存去化周期为3.7年，其中土地库存去化周期2.4年，未竣库存去化周期0.4年，已竣库存去化周期0.9年。

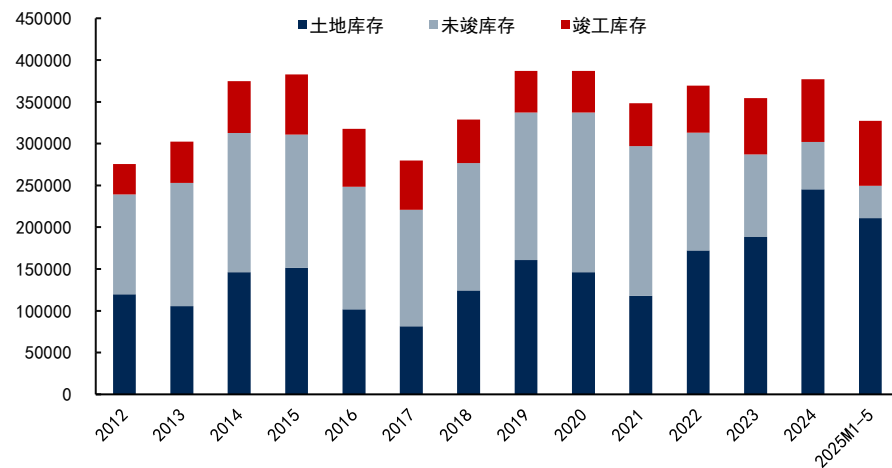
可以看到：

总量方面：回收存量土地对总库存有显著影响，但由于总量占比有限且销售仍在回落，总库存去化周期并无显著降低。——供需关系未见明显好转；

结构方面：库存结构延续了2023年的趋势，即土地库存和竣工库存的占比继续上升，而未竣库存的占比继续下降（仅占12%），呈现“源头淤积”型的库存结构。——这与景气度上行时期是截然相反的。

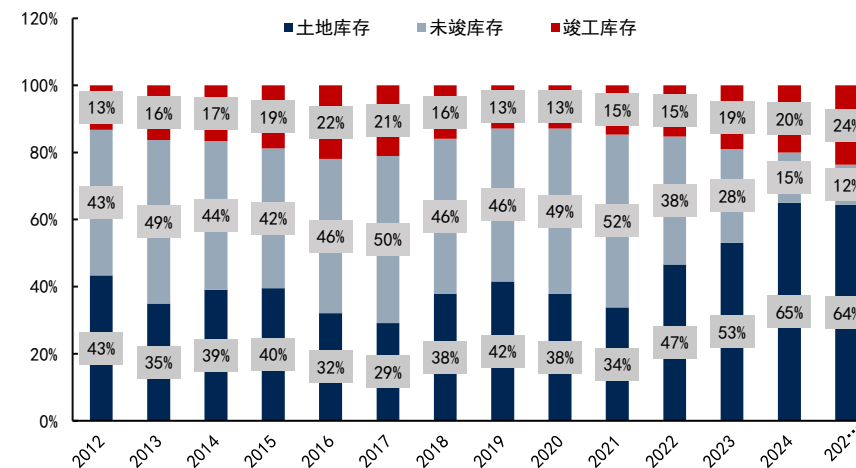
库存：供需关系未明显好转，回收存量土地效果可期

图31：历年总库存（单位：万平方米）



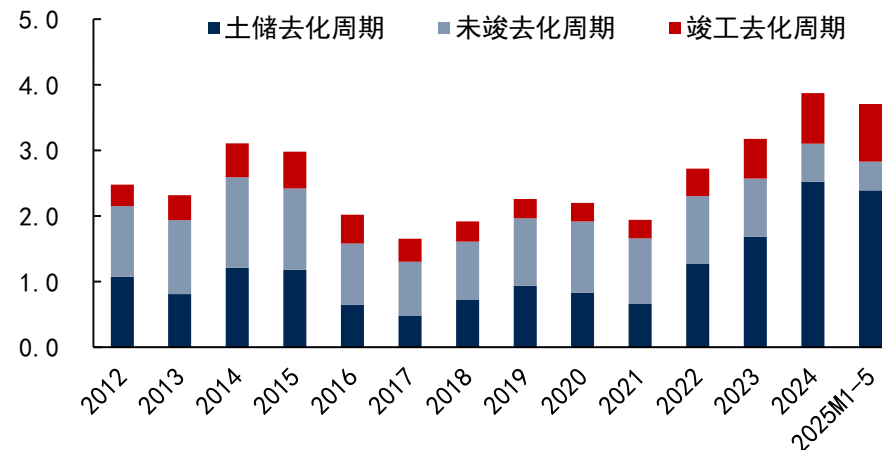
资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

图32：当前“源头淤积”型的库存结构



资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

图33：历年总库存去化周期（单位：年）



资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理

销售：不考虑增量政策，预计2025销售额-5.8%，销售面积-3.6%



自去年9月“止跌回稳”发声之后，市场迎来一波反弹，重点城市一、二手房的销量和房价均出现不同程度的上涨。但与过去三年每一次脉冲相似，当前“924”热度渐散，市场重回下行趋势，景气度回到了“924”之前。我们预计若无增量政策出现，短期内市场销售端无自发修复的可能。

基于今年前高后低的销售表现，以及活跃度等前瞻指标的高频数据，预计2025全年销售额/销售面积分别为9.1万亿元/9.3亿平方米，分别同比-5.8%/-3.6%。

投资： 预计2025全年-9.3%



房地产投资主要由建安投资和土地购置组成，两者合计占到开发投资的95%，共同决定开发投资的方向。

我们预计，建安投资增速预计为-9.8%。理论上，建安投资由施工面积和施工强度决定，前者的变化取决于新开工面积和竣工面积，后者则取决于施工阶段和建材价格（主要是螺纹钢和水泥）。从2025上半年的新开工、竣工和建材价格来看，预计2025年建安投资增速为+5%；

土地购置费增速预计为-8.3%。从2025上半年的土地出让和新开工看，考虑到高能级城市拿地热度较高，去化回款较快，土地款支付节奏或将加快，土地购置费与土地成交价款的背离或将收窄。预计2025年土地购置费增速为-8.3%；

综上，预计房地产开发投资约9.1万亿元，预计同比为-9.8%。

表2：房地产开发投资测算（单位：亿元）

	建安投资	建安投资增速	土地购置费	购置费增速	其他	其他增速	房地产投资	房地产投资增速
2019	81963	11.8%	41675	14.5%	8556	5.5%	132194	9.9%
2020	87755	7.1%	44452	6.7%	9236	7.9%	141443	7.0%
2021	94246	7.4%	43505	-2.1%	9851	6.7%	147602	4.4%
2022	83921	-11.0%	41030	-5.7%	7944	-19.4%	132895	-10.0%
2023	65486	-22.0%	38617	-5.9%	6810	-14.3%	110913	-16.5%
2024	59030	-9.9%	35655	-7.7%	5595	-17.8%	100280	-9.6%
2025E	53245	-9.8%	32696	-8.3%	5036	-10.0%	90977	-9.3%

资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理预测

开竣工：预计2025全年新开工-2%，竣工-26%



新开工取决于土储存量和开工意愿。土储存量，即前文的土地库存，土地库存越多，意味着潜在的新开工规模越大。而开工意愿则取决当年的供需情况（以销定产），当年供需情况越好，新开工越积极。

由于回收存量土地减少约13%的未开工土储规模，且根据我们对2025全年销售面积的判断，我们小幅下调全年的新开工预测，预计2025全年新开工8.3亿平方米，同比-2%。

由于竣工是后端指标，其判断难度相对较低。基于未竣库存的增速，可以较为明确的给出竣工的趋势。我们维持年度策略的判断，预计2025全年竣工5.8亿平方米，同比-26%。

表3：2025年不同销售面积对应的新开工面积及增速

销售面积：亿平方米	7	8	9	10	11	12
新开工面积：亿平方米	3.6	6.0	8.3	10.2	11.8	13.7
新开工增速	-55%	-26%	-2%	26%	46%	70%

资料来源：国家统计局、Wind、国信证券经济研究所整理预测

【 01 】 2025上半年回顾

【 02 】 2025下半年展望

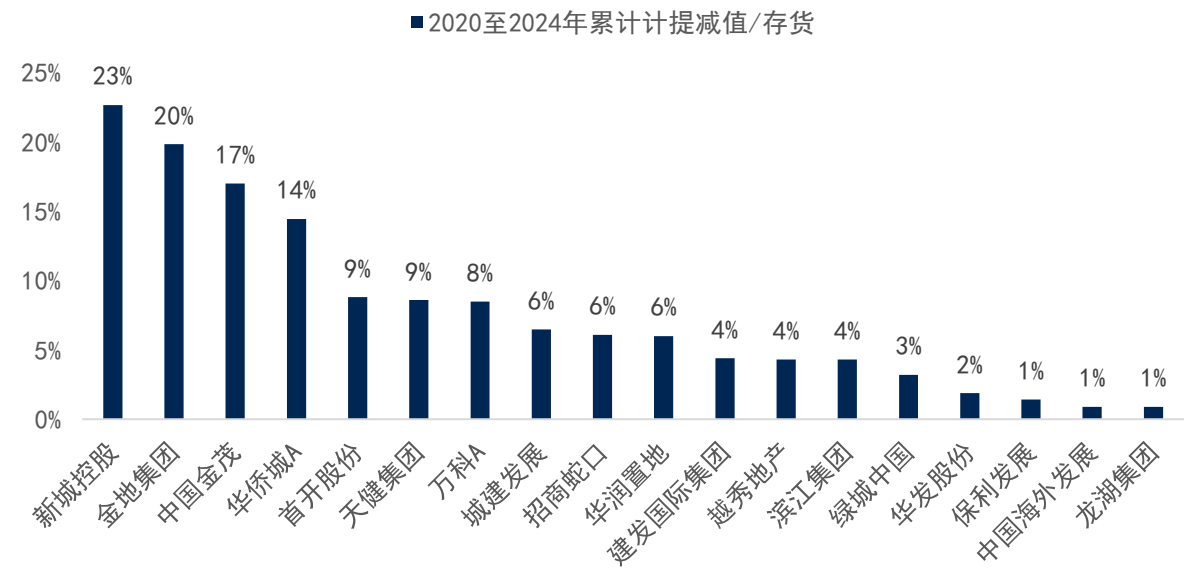
【 03 】 投资策略

【 04 】 风险提示

按照减值幅度观察

由于过去几年减值大幅拖累开发企业的利润，我们以减值幅度判断开发企业当前风险释放是否相对充分。我们选取开发企业2020至2024年累计计提减值/存货作为指标进行观察。

图34：部分龙头企业减值幅度对比

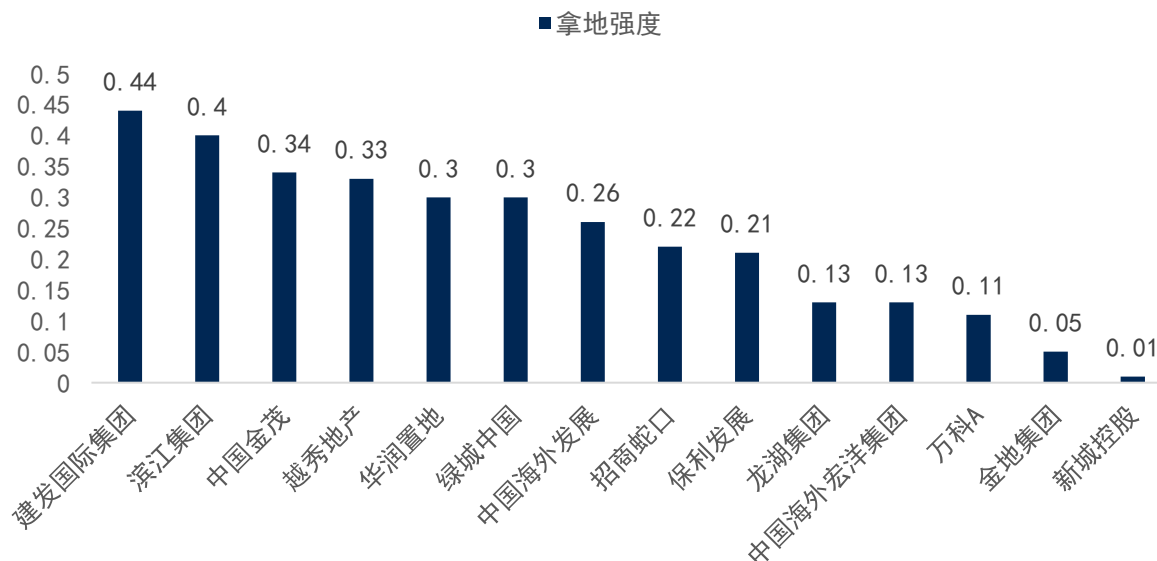


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

按照拿地强度观察

土地市场自2022年起连续缩量，由于土地市场持续低迷，开发企业的拿地毛利率开始企稳回升，我们以最近两年的拿地强度判断开发企业当前的存货是否能支撑未来若干年的发展。我们选取开发企业2023至2025年拿地金额/销售金额作为指标进行观察。

图35：部分龙头企业拿地强度对比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：优选土储健康，积极进取的龙头企业



如前所述，2025上半年基本面并未出现明显的止跌现象。一方面，在房价整体止跌之前，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。

在房地产市场磨底的过程中，我们看好风险出清较为充分，拿地积极，土储质量高，产品力好的企业将脱颖而出。结合前文的观察指标，我们推荐：中国金茂、华润置地、绿城中国、越秀地产、贝壳-W、我爱我家、华润万象生活。

表4：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	
					2025E	2026E	2025E	2026E
000560.SZ	我爱我家	优于大市	3.10	73	0.10	0.14	32.4	22.3
2423.HK	贝壳-W	优于大市	49.35	1,631	2.02	2.40	24.4	20.5
0817.HK	中国金茂	优于大市	1.05	130	0.14	0.16	7.4	6.4
1109.HK	华润置地	优于大市	25.45	1,665	4.18	4.48	6.1	5.7
1209.HK	华润万象生活	优于大市	37.85	793	1.87	2.18	20.3	17.4
3900.HK	绿城中国	优于大市	9.52	222	1.55	1.44	6.1	6.6
0123.HK	越秀地产	优于大市	4.42	163	0.85	0.95	5.2	4.7

资料来源：国信证券经济研究所预测

【 01 】 2025上半年回顾

【 02 】 2025下半年展望

【 03 】 投资策略

【 04 】 风险提示

- 一、**市场风险**：不排除后续因居民收入预期、房价上涨预期、经济形势改善不及预期而出现市场热度进一步下行的风险。
- 二、**政策风险**：不排除后续地产政策出台力度和进度不及预期或现有政策落地不及预期而带来的市场修复减弱的风险，亦不排除后续因宏观环境的不确定性带来地产政策方向变化的风险。
- 三、**房企经营风险**：不排除因销售复苏过慢、房价持续下跌导致房企现金流改善不及预期、存货持续贬值所带来的房企经营风险。

免责声明

国信证券投资评级

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

分析师承诺

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。

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
GUOSEN SECURITIES

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楼

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