

沃土生新，2026房地产的“质”与“智”

——房地产行业2026年投资策略

房地产行业 投资评级：强于大市 | 维持

高丁卉

中邮证券研究所 房地产团队

中邮证券

发布时间：2025-11-28

- **商品房销售：**未来3-5年阶段性均衡区间或在6.8-7亿平方米。
- **房价：2026年底-2027年中后房价将趋平。**
- **线索一：销售量触底后房价下滑幅度较小。** 预计2026年底-2027年中销售基本接近底部。结合美国及日本销售量触底后房价的表现，销售量触底后的房价下滑幅度或较小，美国、日本分别为-3.97%、-1.01%；
- **线索二：中国房贷占收入百分比已低于大部分时期。**
- **线索三：租金回报率的反弹幅度或为+1.5pp，** 对应的房价超跌的水平线可能为-48%至-51%。我们预测至2025年年底，全国房价自峰值将下降-40%左右，则剩余跌幅的空间约为8-11个百分点，以目前的基数来看约为15-22个百分点，按照目前的跌速，按月环比下降-1%至-1.5%，需要的时间为1-1.5年左右。整合线索一及线索二，我们认为2026年底-2027年中后房价将趋平。
- **地产投资：**地产投资近期加速下跌，若考虑不良资产盘活，则明年新开工面积有望回正，但我们认为不良资产盘活的前提是资产价格波动减弱，若明年资产价格波动仍较大，则新开工情况仍难言乐观。竣工面积由保交楼支撑短期韧性，长期则受制于新开工不足。
- **投资建议：**策略一：优先选择拿地能力强且销售较好的房企。策略二：在房价尚未企稳时可关注轻资产公司及聚焦“好房子”的房企，长线投资选择多元化实力较强的房企。策略三：观察具有反转动力的房企。
- **风险提示：**估算假设存在偏差风险；房地产市场下行进一步超预期风险；宏观经济与政策风险；企业信用与流动性风险；外部环境不确定性风险。



目录

- 一 | **三条线索指向2026–2027的价格探底之门**
- 二 | **地产投资周期河流中的秩序回归**
- 三 | **投资策略：拿地能力、多元化实力、反转动力**
- 四 | **风险提示**

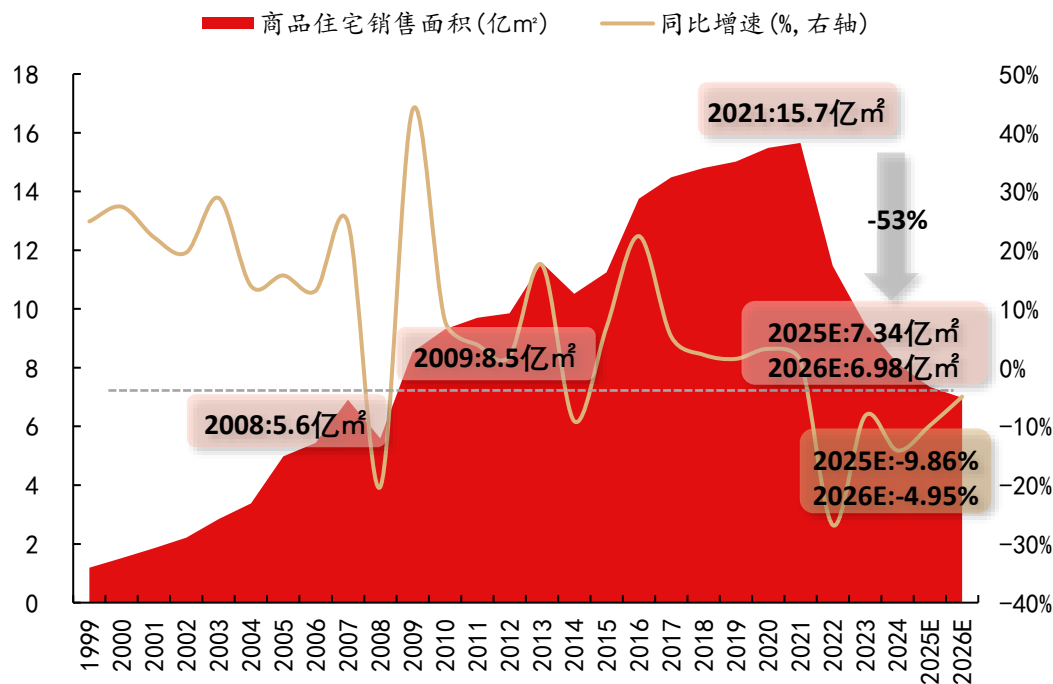
—

三条线索指向2026-2027的价格探底之门

1.1 商品住宅销售面积较峰值下滑-53%，进入筑底阶段

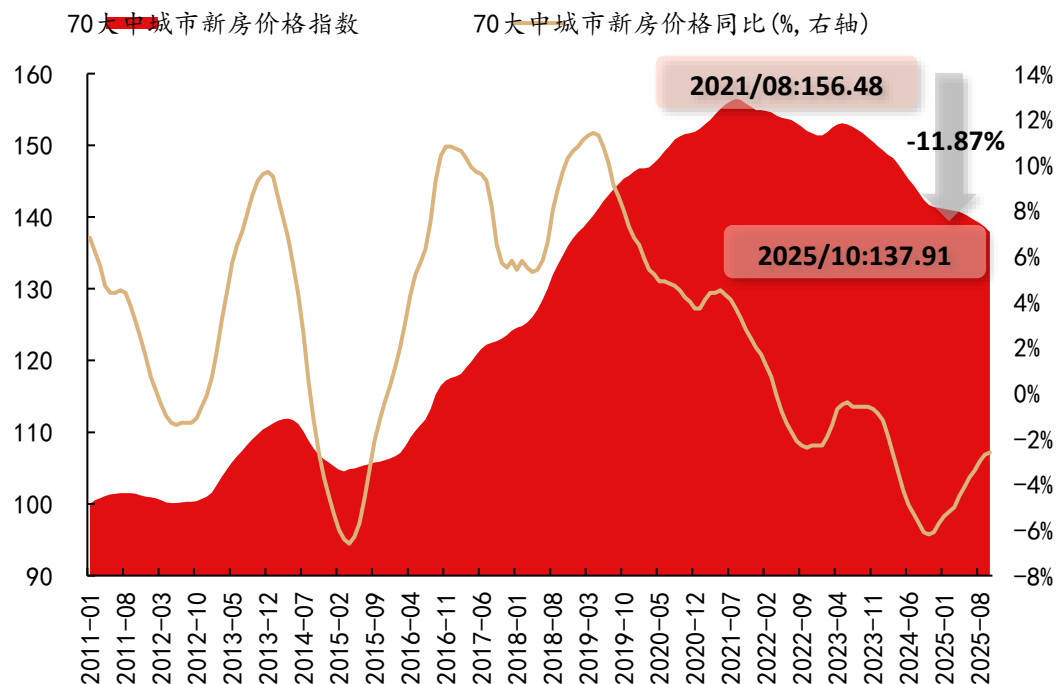
- 商品住宅销售面积长期中枢：从高速扩张到长期均衡区间。
- 2025年前10月累计销售6.03亿平方米，同比下降7.0%，预计全年约7.3亿平方米，较峰值下滑53%，逐步向长期均衡区间靠近。
- 70大中城市新房销售价格指数较峰值回落-11.87%，考虑到新房的得房率更高等因素，我们认为实际较峰值回落约27%。

图表1：我国商品住宅销售面积已回至08-09年水平



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表2：70大中城市新房价格指数较峰值回落-12%

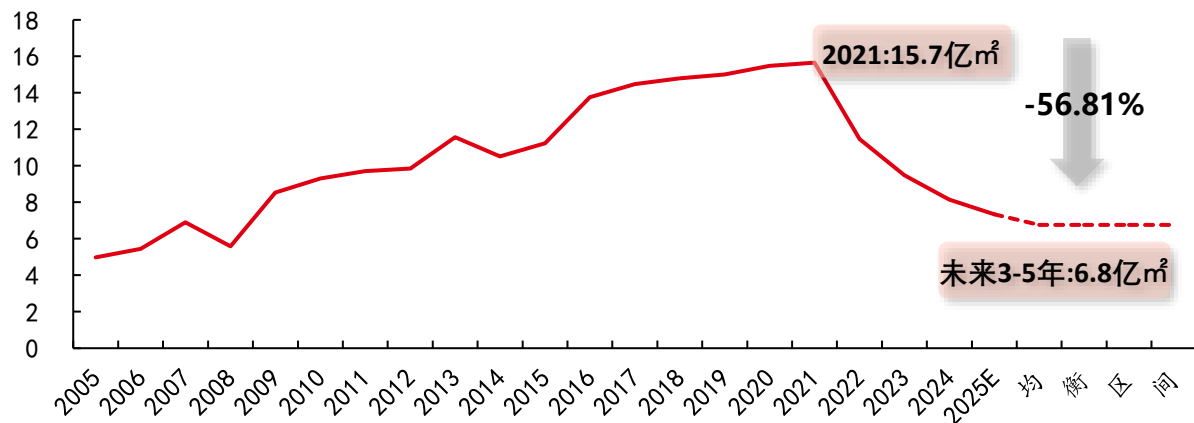


资料来源：Wind，中邮证券研究所
注：2011-01=100

1.1未来3-5年阶段性均衡区间或在6.8-7亿平方米

- 东北三省作为人口持续净流出的典型区域，其商品房销售面积自历史高点平均降幅约72.83%，形成“人口流失-需求萎缩-销售探底”的完整周期。这一过程揭示了人口净流出地区房地产市场的底部特征，但其降幅和驱动逻辑难以直接迁移至全国市场。
- 我们同时选取了2024年人口流出量较大的其他四省：山东、河南、湖南、山西，测算了其商品房销售面积自历史高点的降幅，结合东北三省的情况，分别测算了7个省自历史高点的降幅，降幅平均值为-56.81%，我们认为对全国的销售量底部有一定的参考意义。

图表3：商品住宅销售面积阶段性均衡水平有望稳定在6.8亿m²



资料来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表4：七省销售住宅面积(万方)降幅平均为-56.81%

年份	黑龙江	吉林	辽宁	山东	河南	湖南	山西
2005	1048	746	2340	3418	1540	1612	620
2006	1299	879	2731	3824	2191	1815	741
2007	1519	1184	3546	4711	3569	2499	847
2008	1287	1436	3731	5039	2943	2414	893
2009	1751	1758	4864	6478	4017	3262	964
2010	2386	2105	6014	8448	5092	4140	1071
2011	2948	2122	6624	8741	5725	4456	1171
2012	3226	2159	7655	7746	5456	4664	1390
2013	2944	1986	8015	9300	6561	5411	1484
2014	2131	1388	4932	7972	7009	4852	1434
2015	1711	1305	3477	8527	7646	5671	1481
2016	1797	1631	3383	10599	10137	7191	1882
2017	1868	1602	3797	11201	11707	7368	2246
2018	1666	1814	3555	11755	12483	7998	2216
2019	1461	1874	3413	11429	12982	8073	2169
2020	1350	1654	3447	11905	12831	8507	2549
2021	1205	1673	3149	12632	12259	8317	3035
2022	840	905	1983	9822	10310	6085	2152
2023	772	988	1867	9444	6520	5097	2255
2024	670	847	1725	8039	5784	4088	1866
最大降幅	-79.2%	-60.8%	-78.5%	-36.4%	-55.4%	-48.9%	-38.5%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.1未来3-5年阶段性均衡区间或在6.8-7亿平方米

- 我们认为结婚登记数量仍是传统购房需求的重要驱动因素，长期来看，随着城镇化放缓及人口负增长，销售面积中枢可能进一步小幅下移，但6.8-7亿平方米预计是未来3-5年的阶段性均衡点。

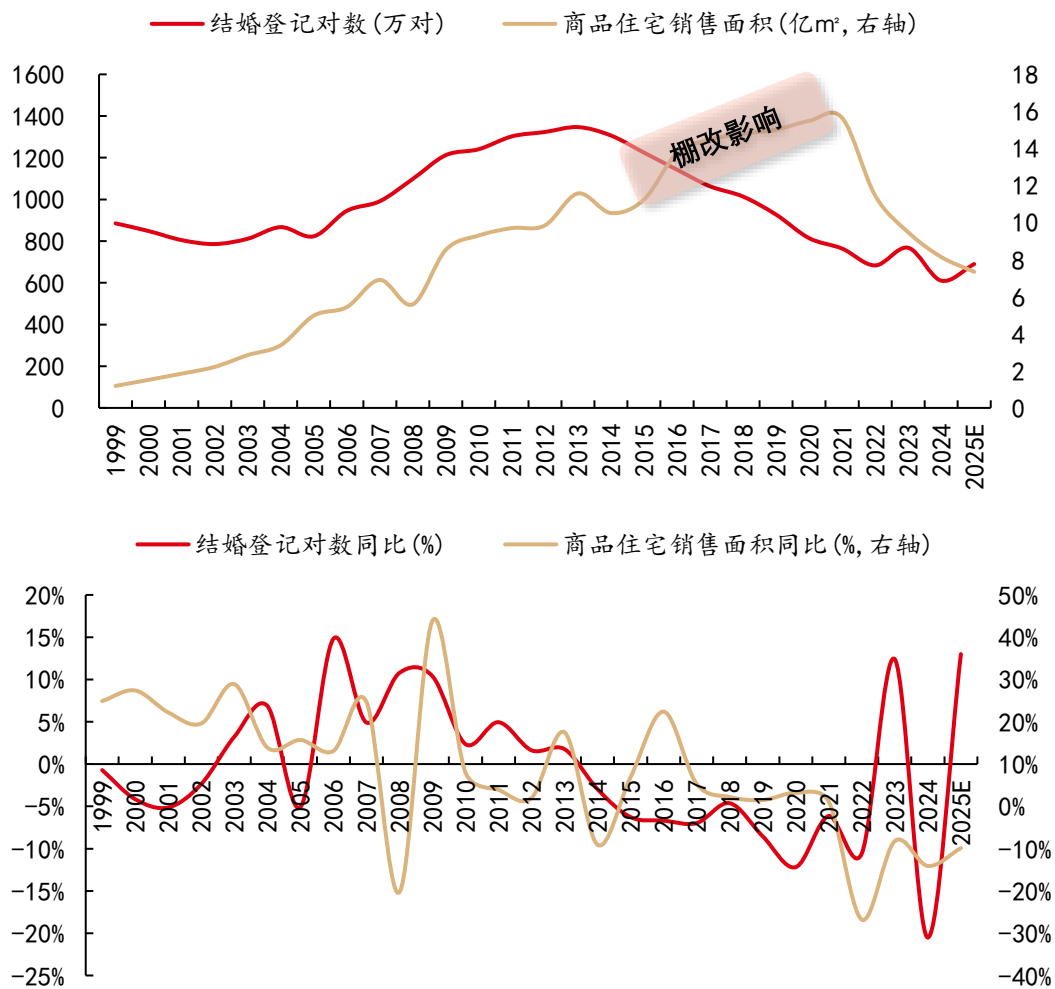
图表5：商品住宅销售面积阶段性均衡水平有望稳定在7亿m²

年份	结婚登记对数(万对)	结婚登记对数同比(%)	商品住宅销售面积(亿m²)	商品住宅销售面积同比(%)	结婚对数*人均住房面积	结婚对数*人均住房面积/商品住宅销售面积	人均住房面积(m²)
2008	1098	11%	5.59	-20%	31519	0.56	28.70
2009	1212	10%	8.53	44%	35816	0.42	29.54
2010	1241	2%	9.31	8%	37739	0.41	30.41
2011	1302	5%	9.70	4%	40695	0.42	31.25
2012	1324	2%	9.85	2%	42495	0.43	32.11
2013	1347	2%	11.57	18%	44432	0.38	32.99
2014	1307	-3%	10.52	-9%	44291	0.42	33.90
2015	1225	-6%	11.24	7%	42653	0.38	34.83
2016	1143	-7%	13.75	22%	40895	0.30	35.79
2017	1063	-7%	14.48	5%	39090	0.27	36.77
2018	1014	-5%	14.79	2%	38306	0.26	37.78
2019	927	-9%	15.01	2%	35997	0.24	38.82
2020	814	-12%	15.49	3%	32480	0.21	39.89
2021	764	-6%	15.65	1%	30943	0.20	40.49
2022	684	-11%	11.46	-27%	28087	0.25	41.09
2023	768	12%	9.48	-8%	32041	0.34	41.71
2024	611	-21%	8.14	-14%	25850	0.32	42.33
2025E	690	13%	7.34	-10%	29649	0.40	42.97
2026E	640	-7%	6.98	-5%	27913	0.40	43.61
未来3-5年	550		6.96		24348	0.35	44.27

资料来源：Wind，中邮证券研究所，注：蓝色斜体为估算数据

请参阅附注免责声明

图表6：商品住宅销售或与结婚登记对数有关

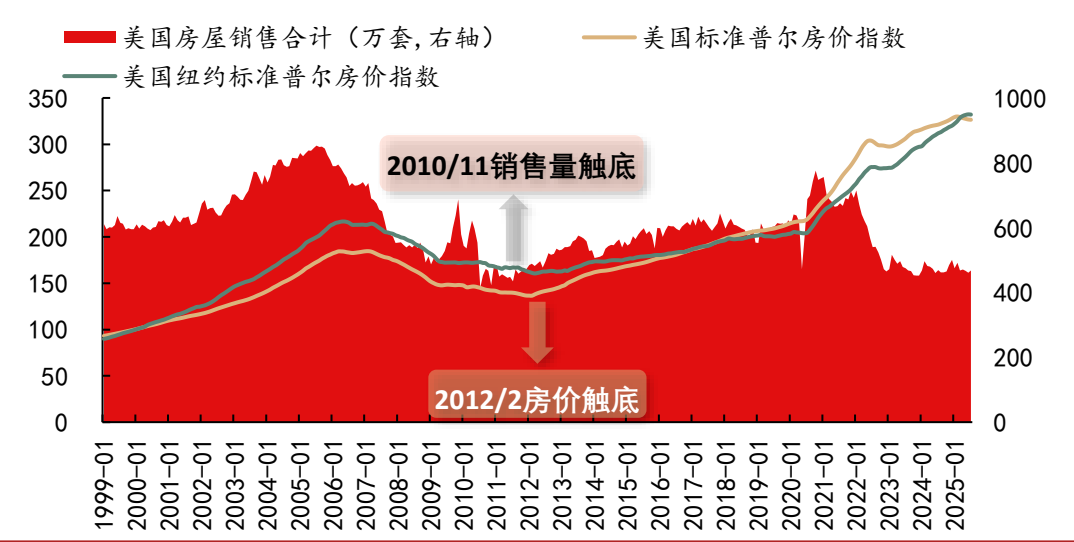


资料来源：Wind，中邮证券研究所

1.1 线索一：销售量触底后房价下滑幅度较小

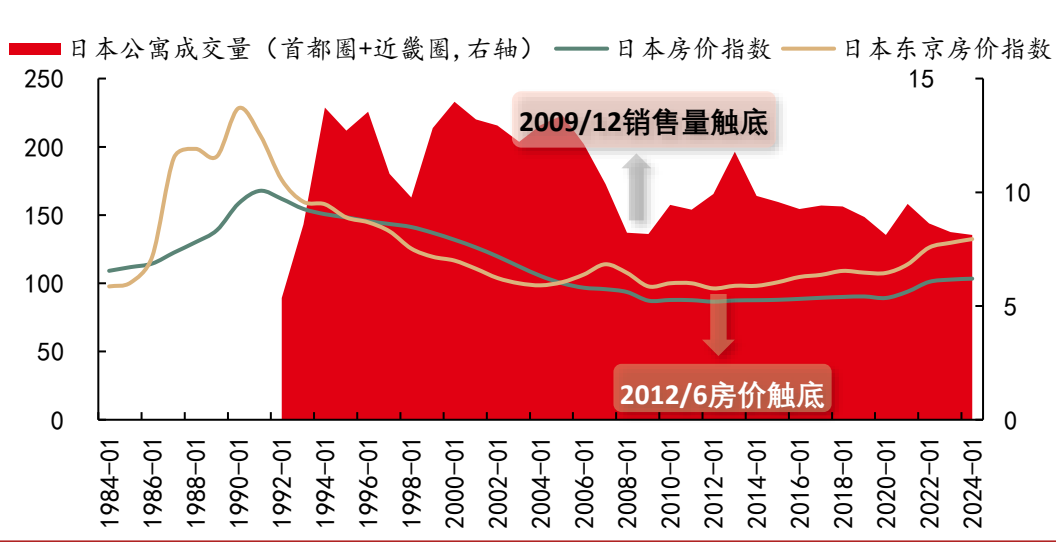
- 预计销售量触底时间为2026年底-2027年中，销售量触底后房价下滑幅度较小。
- 预计2026年全年商品住宅销售约为6.98亿方，基本接近底部。结合美国及日本销售量触底后房价的表现，我们认为销售量触底后的房价下滑幅度或较小，美国、日本分别为-3.97%、-1.01%（如果看实际价格，日本房价与销售量为同步触底）。

图表7：美国销售量触底后房价跌幅仅为-3.97%



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表8：日本销售量触底后房价跌幅仅为-1.01%



资料来源：Wind，中邮证券研究所

注：房价数据为名义价格，若按照实际价格，则房价触底时间为2009Q4

图表9：美国销售量触底后房价跌幅仅为-3.97%

国家	销售量触底时间	房价触底时间	时间间隔	销售量触底后房价下滑幅度	整体房价最大跌幅	核心城市房价最大跌幅
美国	2010-11	2012-01	14个月	-3.97%	-26.04%	-25.89%
日本	2009-12	2012-06	30个月	-1.01%	-48.86%	-59.19%

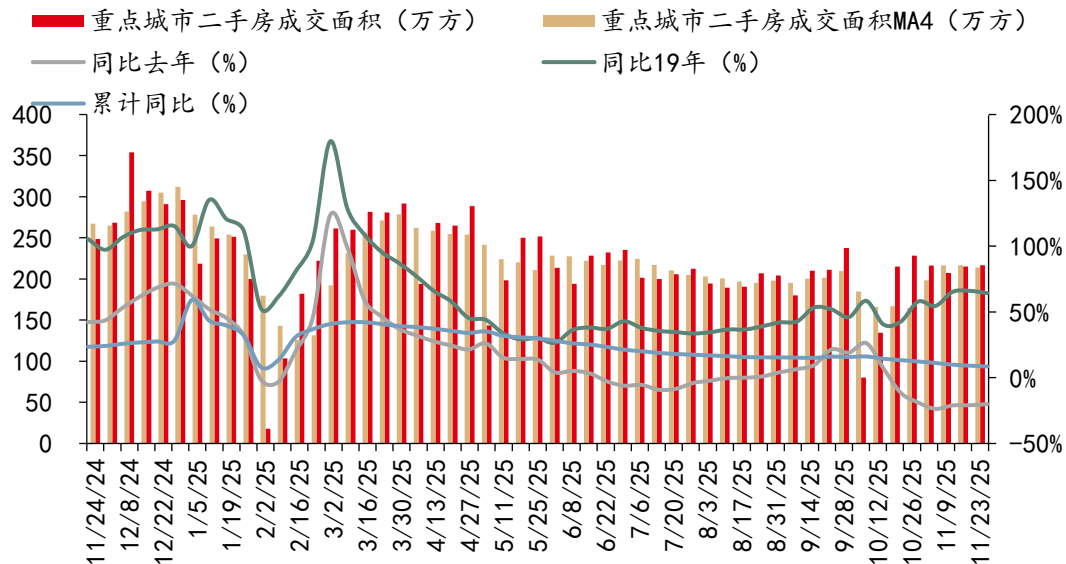
资料来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

1.2全国二手住宅价格指数预计年底较峰值回落-40%

- 二手房市场呈现“量稳价调”特征，成为市场重要支撑力量。
- 25年1-10月，全国二手房交易网签面积同比增长4.7%，二手房在交易总量中的占比为44.8%。我们跟踪的20个城市二手住宅成交面积累计同比增长5.9%，同比19年增长56%。
- 70大中城市二手住宅销售价格指数较峰值回落-20.2%，但全国房价指数预计年底较峰值回落-40%。

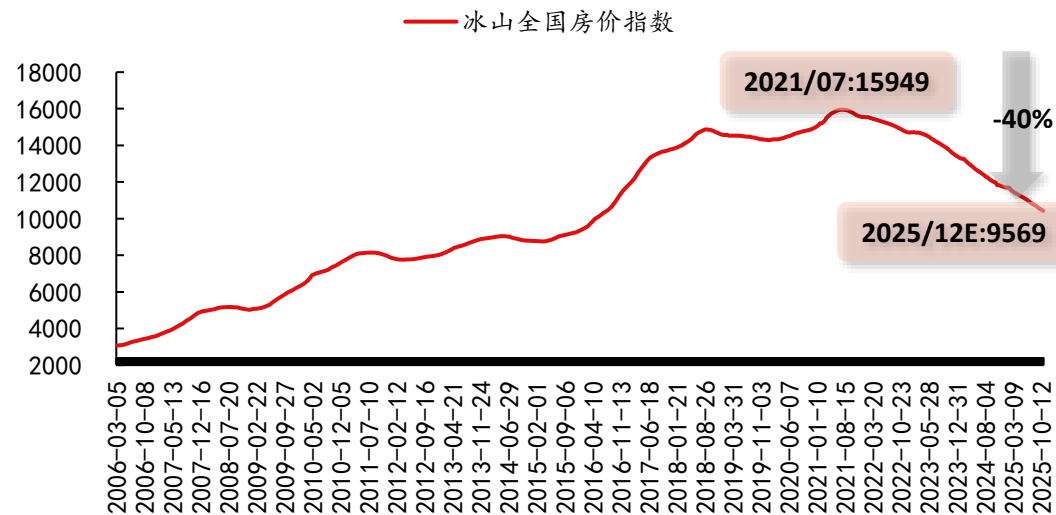
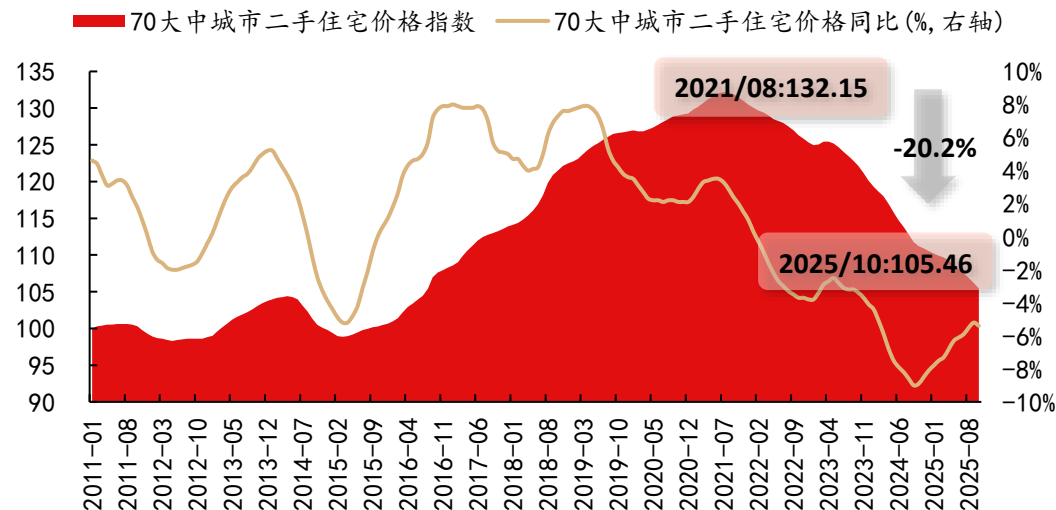
图表10：重点城市二手房成交量累计同比增长5.9%



资料来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表11：二手住宅价格指数预计年底较峰值回落-40%

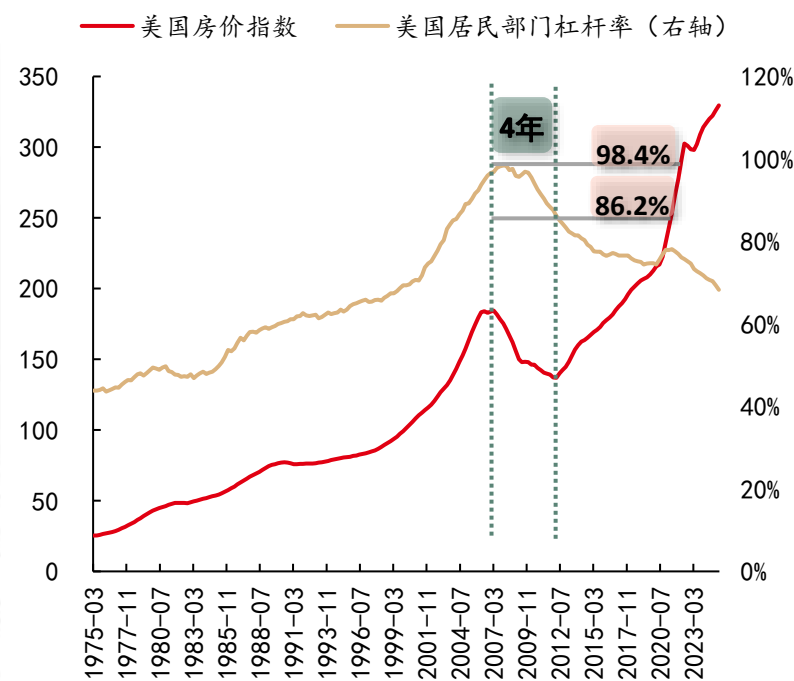


资料来源：Wind，冰山指数，中邮证券研究所
注：70大中城市二手住宅价格指数2011-01=100

1.2过去几年居民债务增长过快，积累了大量存量债务

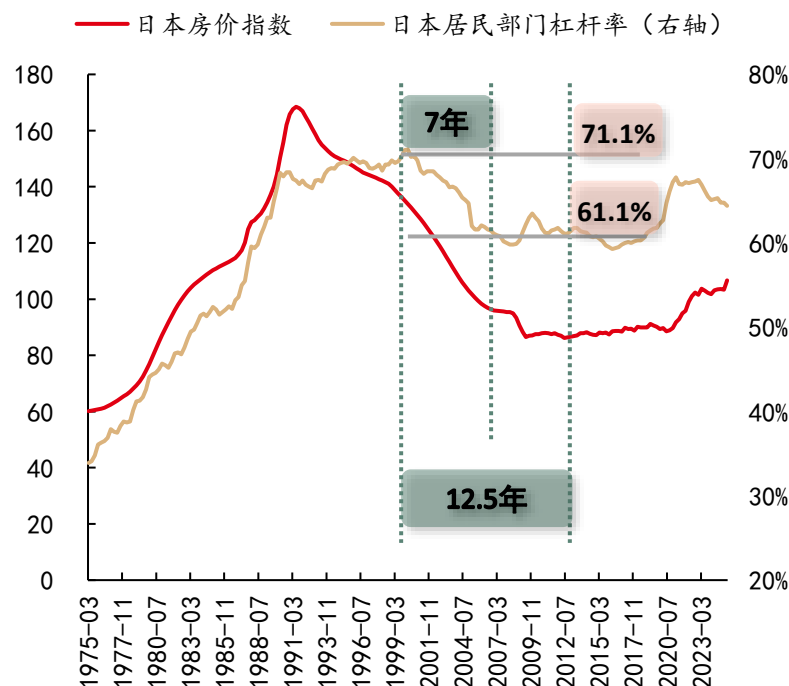
- 从美国的经验看，从居民杠杆率首降，到房价触底，花费时间为4年左右，但日本则花费了更长时间，约12.5年，主要是其中受07-08年金融危机影响了企稳的进程，若没有07年的全球金融危机影响，则约为7年。
- 目前中国居民杠杆率已连续下降4年至60.4%，从绝对水平来看，中国居民杠杆率一直低于美国及日本，但下降幅度仍不足，主要由于过去几年来中国居民债务增长过快，积累了大量存量债务。

图表12：美国居民杠杆率下降12.2pp



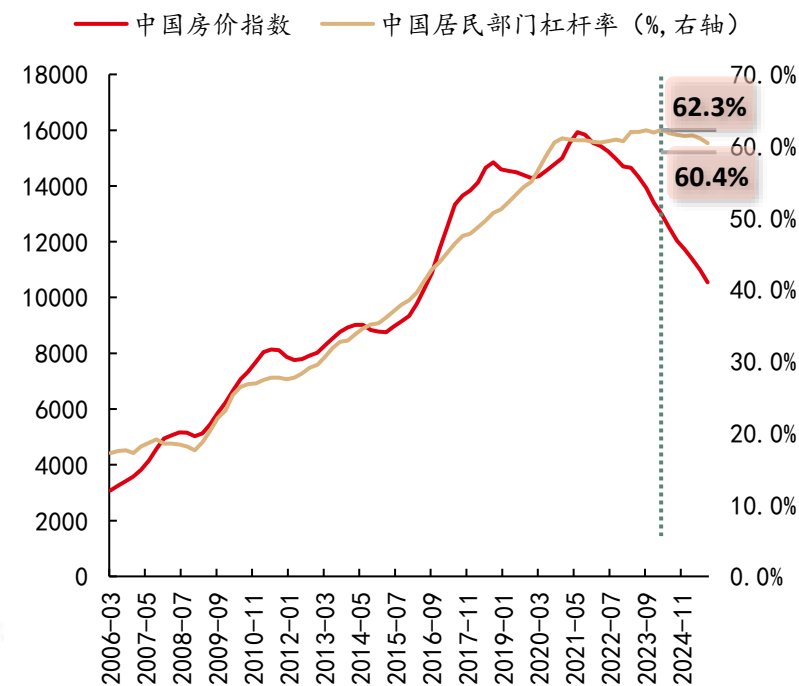
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表13：日本居民杠杆率下降10pp



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表14：中国居民杠杆率下降1.9pp

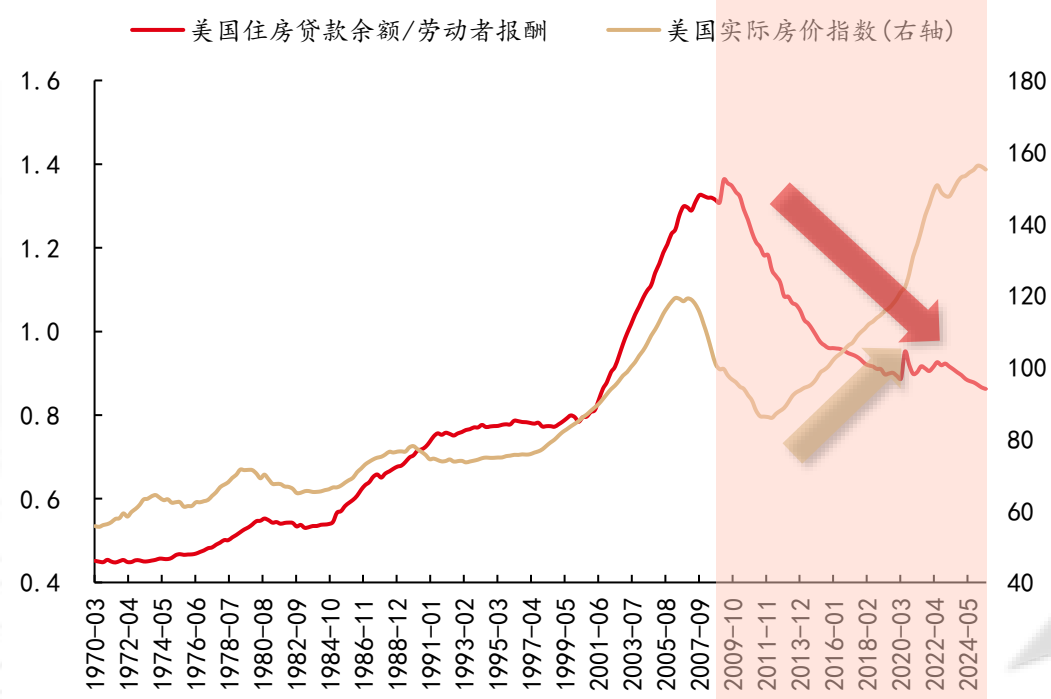


资料来源：Wind，冰山指数，中邮证券研究所

1.2除居民杠杆率外，还应考虑房贷占收入百分比

- 在研究居民债务负担时，或许有两种口径，一种为参考资产负债表的存量口径，一种为参考现金流量表的流量口径，其中用住房按揭贷款余额/工资收入或劳动者报酬为存量口径，NUMBEO的房贷占收入百分比更接近于流量口径。
- **我们发现当美国住房按揭贷款余额/劳动者报酬继续下降时，其房价有所回升，而彼时流量口径的实际每月房贷成本/家庭实得收入亦基本不再下跌，表明购房者负担可能已较轻，市场出清企稳，居民购房意愿增强。**

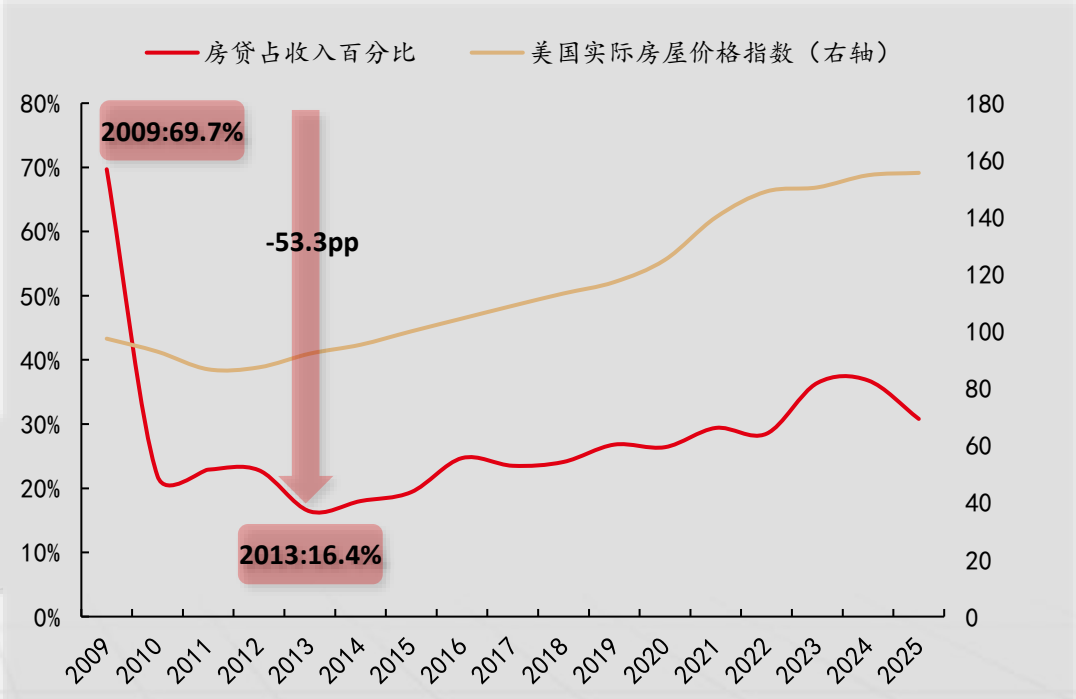
图表15：美国住房贷款余额/劳动者报酬持续下降



资料来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表16：美国房贷占收入百分比与房价先后回升



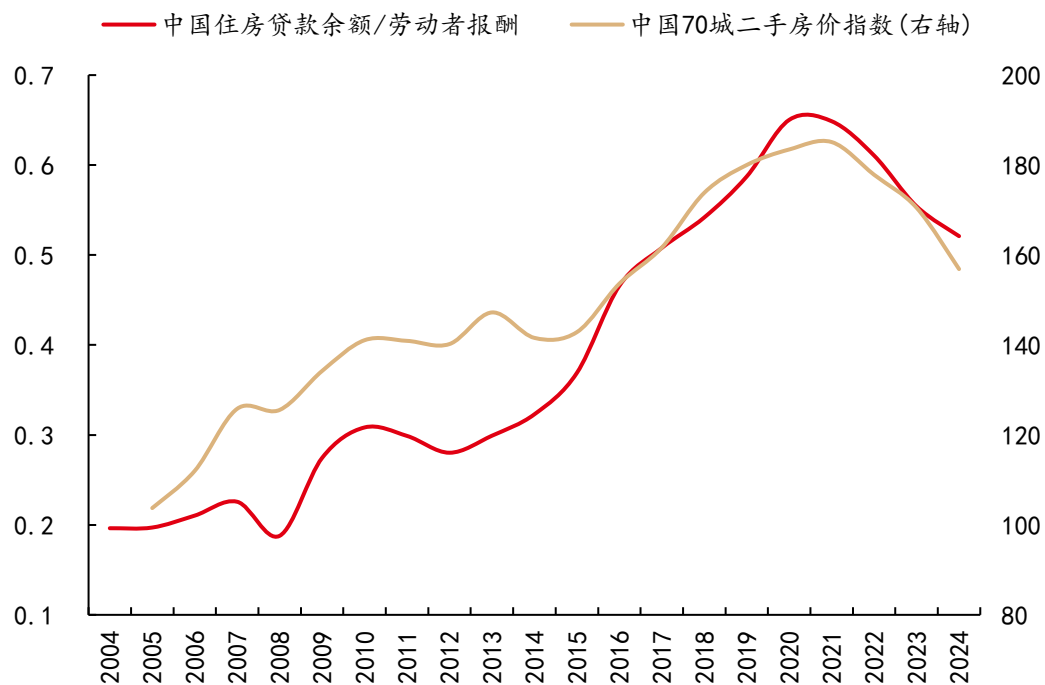
资料来源：Wind，Numbeo，中邮证券研究所

注：房贷占收入百分比=实际每月房贷成本/家庭实得收入

1.2线索二：中国房贷占收入百分比已低于大部分时期

- 当前中国房贷占收入百分比低于2010年以来大部分时期，主要为宽货币周期使房贷利率较历史明显降低、居民提前还贷规模增加及存量房贷利率多次调整的协同作用。
- 我们认为房贷压力下降是政策、行为和利率三重因素叠加的结果，预计今明两年房地产销售仍将小幅下降，居民债务总额及杠杆率仍将继续下行，但房贷占收入百分比低于2011年亦表明居民债务负担有较大减轻，将对房价企稳起到积极作用。

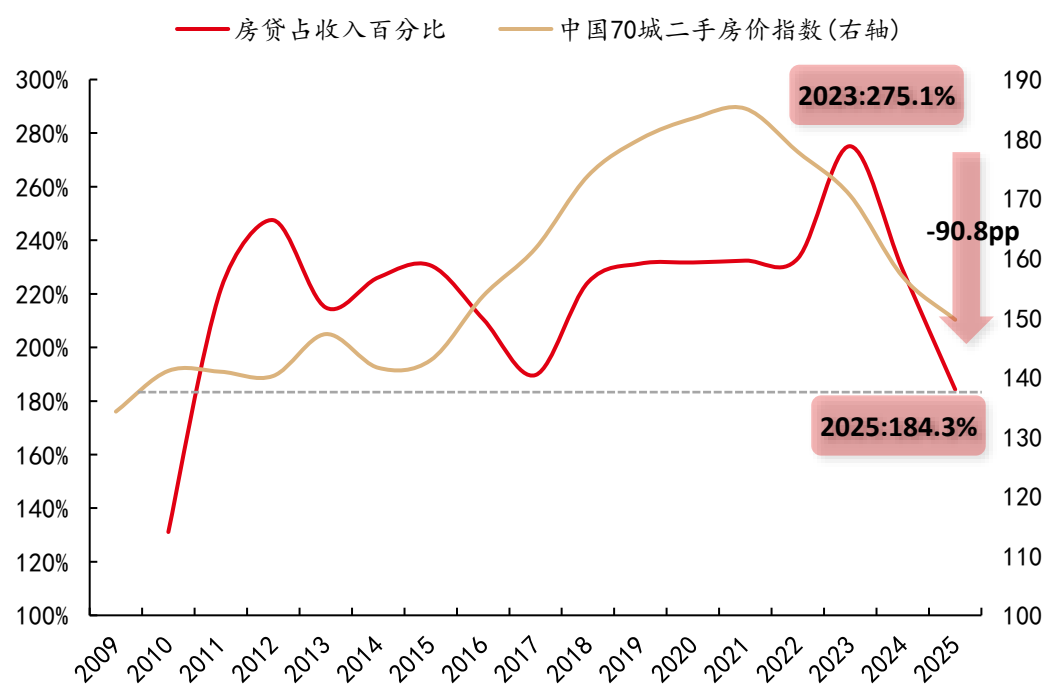
图表17：中国住房贷款余额/劳动者报酬持续下降



资料来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表18：中国房贷占收入百分比已低于大部分时期



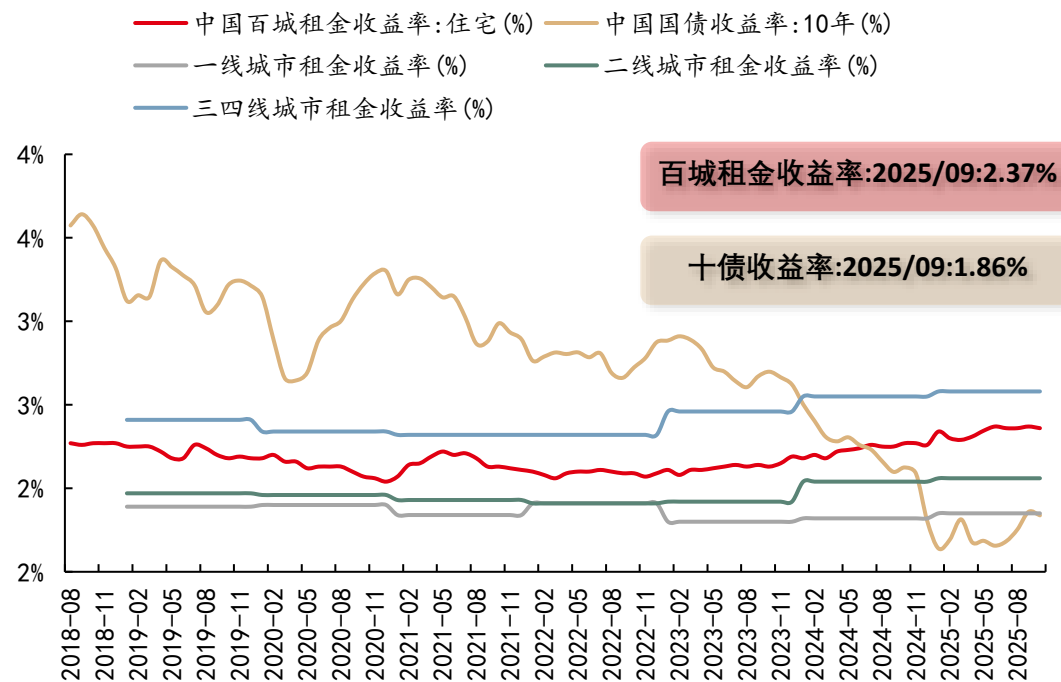
资料来源：Wind，Numbeo，中邮证券研究所

注：房贷占收入百分比=实际每月房贷成本/家庭实得收入

1.3租金回报率超十年国债收益率，但低于住房贷款利率

- **租金回报率 > 十债收益率**，但房价并未因此企稳，房产资产仅仅是各类资产中的一类，资本并无必要一定在国内国债or房产两类资产中二选一，且目前由于房价波动较大，房产向“风险资产”靠近，居民资产配置加速从房产向证券、基金等转移。
- **租金回报率 < 房贷利率**，百城租金回报率（2.37%）显著低于个人住房贷款加权平均利率（3.06%），意味着“以租养贷”入不敷出，购房贷款成本高于租金收益，受银行息差制约LPR进一步下调动力不足，导致房贷利率难以向租金回报率靠拢。

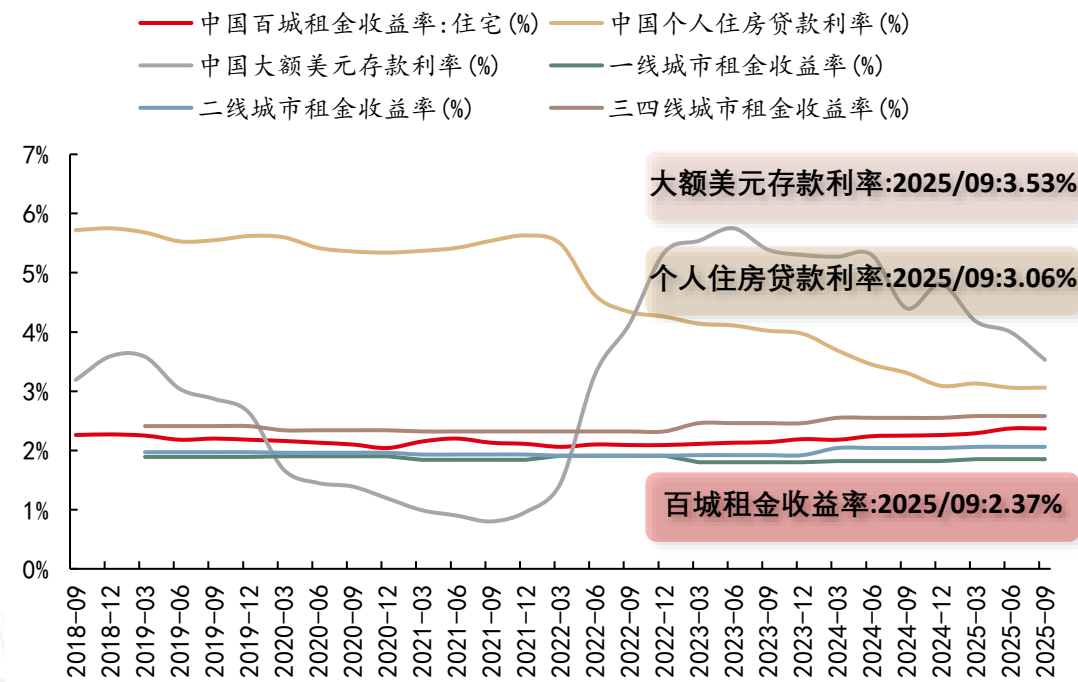
图表19：中国租金回报率已超过十债收益率



资料来源：Wind，麟评居住大数据研究院，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表20：低于住房贷款利率且低于大额美元存款利率

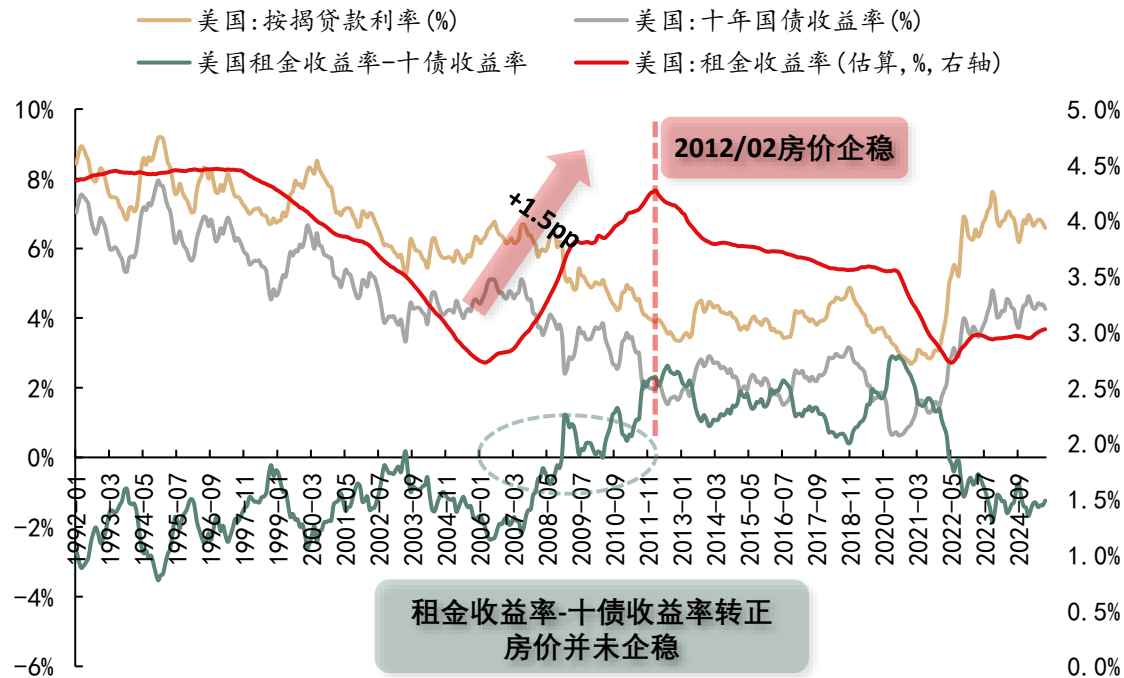


资料来源：Wind，麟评居住大数据研究院，中邮证券研究所
注：大额美元存款利率为一年期以上利率

1.3特殊地产冲击时美国及日本租金回报率反弹约1.5pp

- 由于税制、持有成本等问题，各个国家租金回报率的绝对值不一样，较难作为房价企稳的参考。
- 租金回报率的绝对值虽无法参考，但是我们可以参考其反弹高度。根据我们的测算方式，我们发现在特殊房地产冲击事件（美国次贷危机、日本泡沫破裂）中，租金回报率反弹幅度均约为1.5pp。

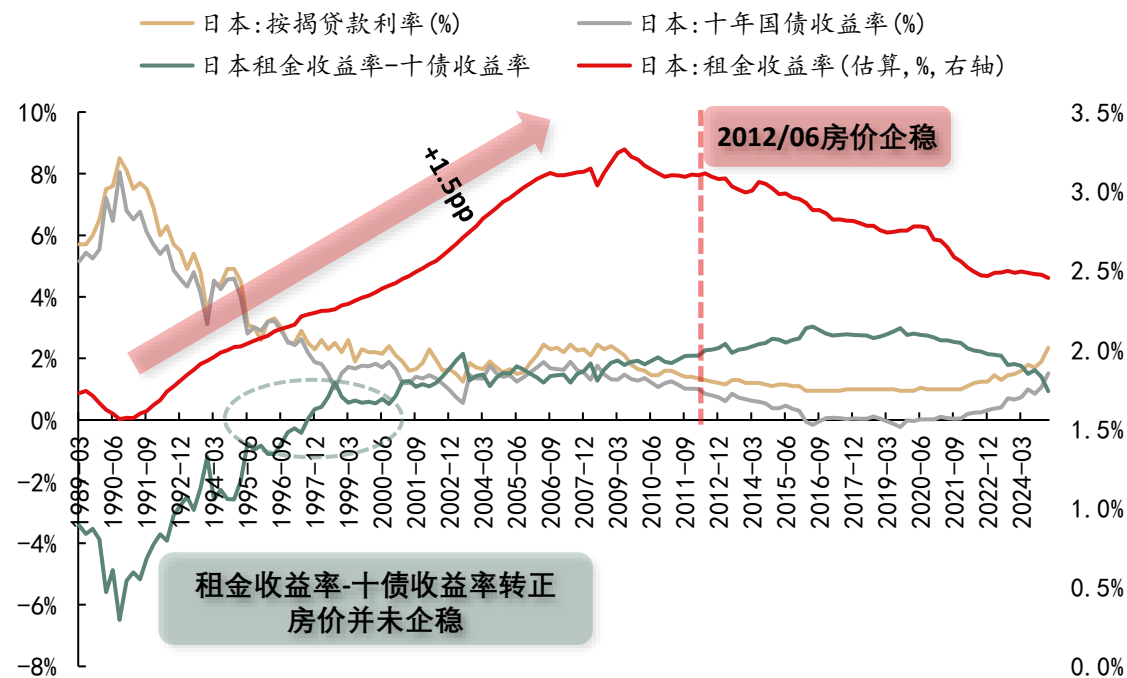
图表21：美国自次贷危机至房价企稳租金回报率+1.5pp



资料来源：Wind, Numbeo, 中邮证券研究所

注：租金收益率估算方式：根据Numbeo数据美国2009租金收益率=3.8%，结合美国房租指数/房价指数进行测算

图表22：日本自泡沫破裂至房价企稳租金回报率+1.5pp



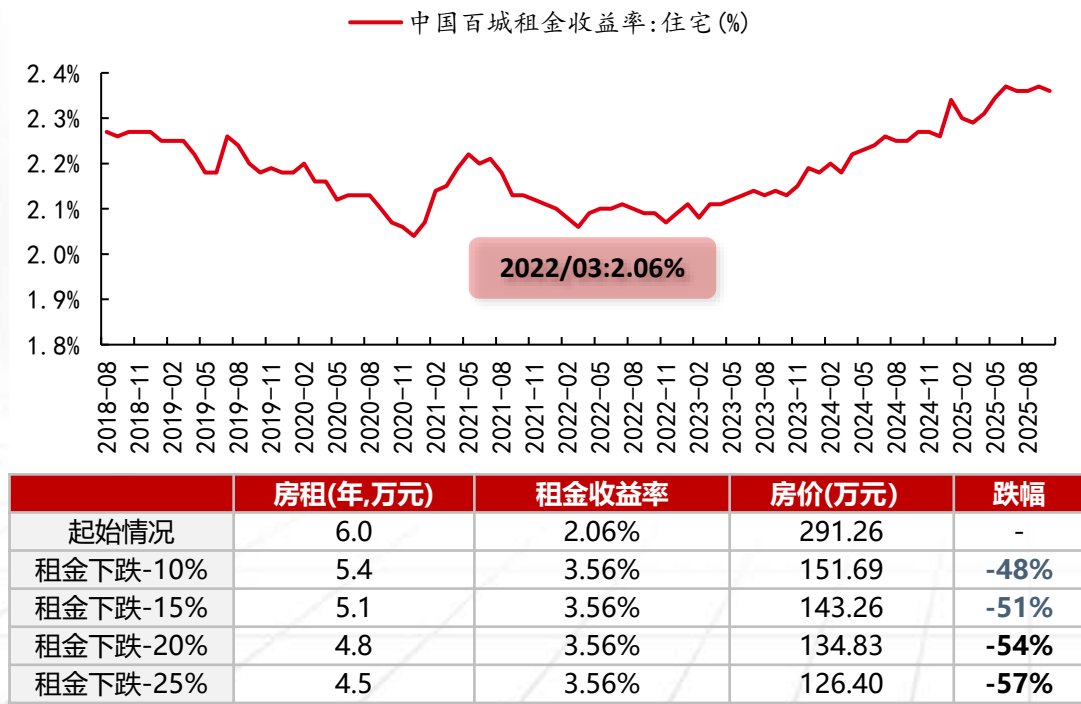
资料来源：Wind, Numbeo, 日本银行, 中邮证券研究所

注：租金回报率估算方式：根据Numbeo数据日本2009租金回报率=3.2%，结合日本房租指数/房价指数进行测算

1.3线索三：房价超跌的水平线可能为-48%至-51%

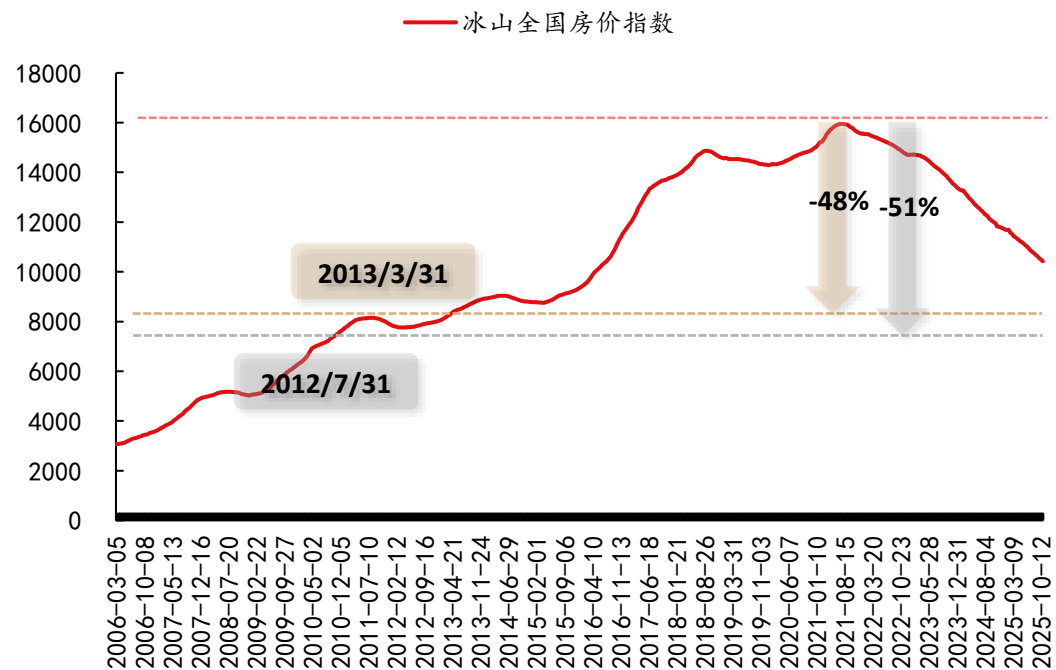
- 若参考百城租金回报率，2022-03低点为2.06%，反弹1.5pp至3.56%，假设整体租金下跌-10%，则房价跌幅为-48%，假设租金下跌-15%，则房价跌幅为-51%，我们测算的为全国整体情况，部分一线城市租金收益率大概率无法反弹至3.56%。
- 我们预测至2025年年底，全国房价自峰值将下降-40%左右，则剩余跌幅的空间约为8-11个百分点，以目前的基数来看约为15-22个百分点，按照目前的跌速，按月环比下降-1%至-1.5%，需要的时间为1-1.5年左右。整合线索一：销售量可能的企稳时间为2026年底-2027年中（而后房价跌幅较小），线索二：居民月供负担减轻，我们认为2026年底-2027年中后房价将趋平。

图表23：不同的租金下跌幅度对应的房价超跌水平



资料来源:Wind,中邮证券研究所
请参阅附注免责声明

图表24：全国房价可能回至2012-07或2013-03

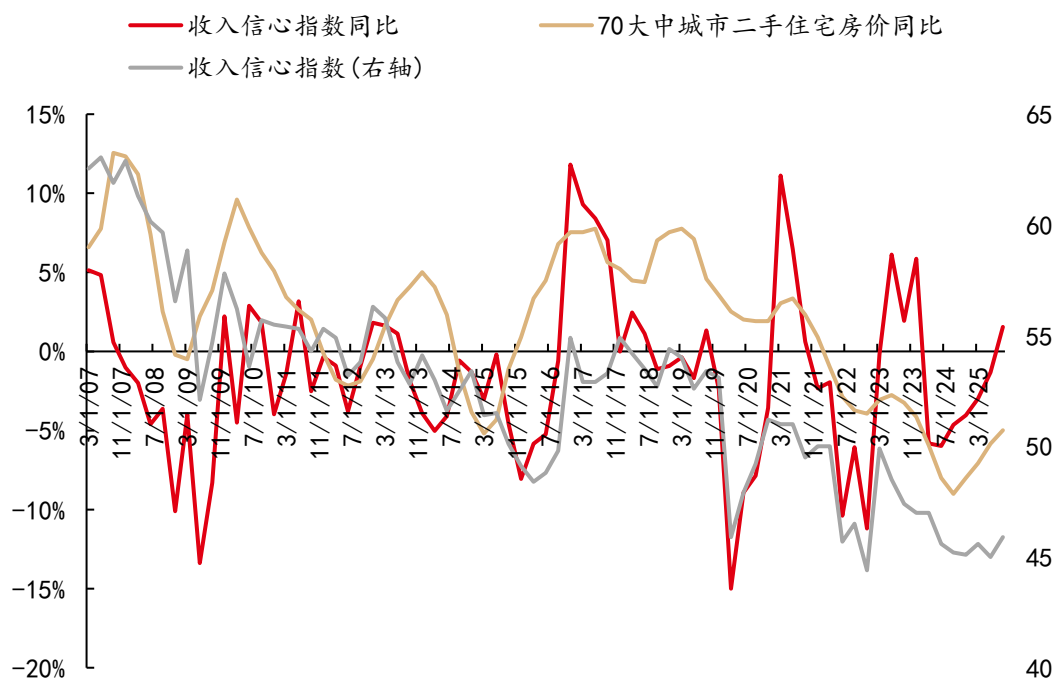


资料来源:冰山指数,中邮证券研究所

1.4真正的回暖需要看到更多积极的因素

- **收入**：收入信心指数同比微领先房价同比，反映“需求意愿”先恢复，“支付能力”后体现。当前房地产市场尚未进入实质性回暖阶段，尽管城镇储户收入信心指数同比微升，但其绝对水平仍处历史低位，且未能有效传导至购房需求端。
- **利率**：近期香港房价有所回暖，其贷款利率一度低于租金收益率促进企稳，同时，我们还观察到香港 < 40m² 的租金收益率由2021年的2.3%上升1.4pp至2025年的3.7%，与我们所锚定的1.5pp相差无几。

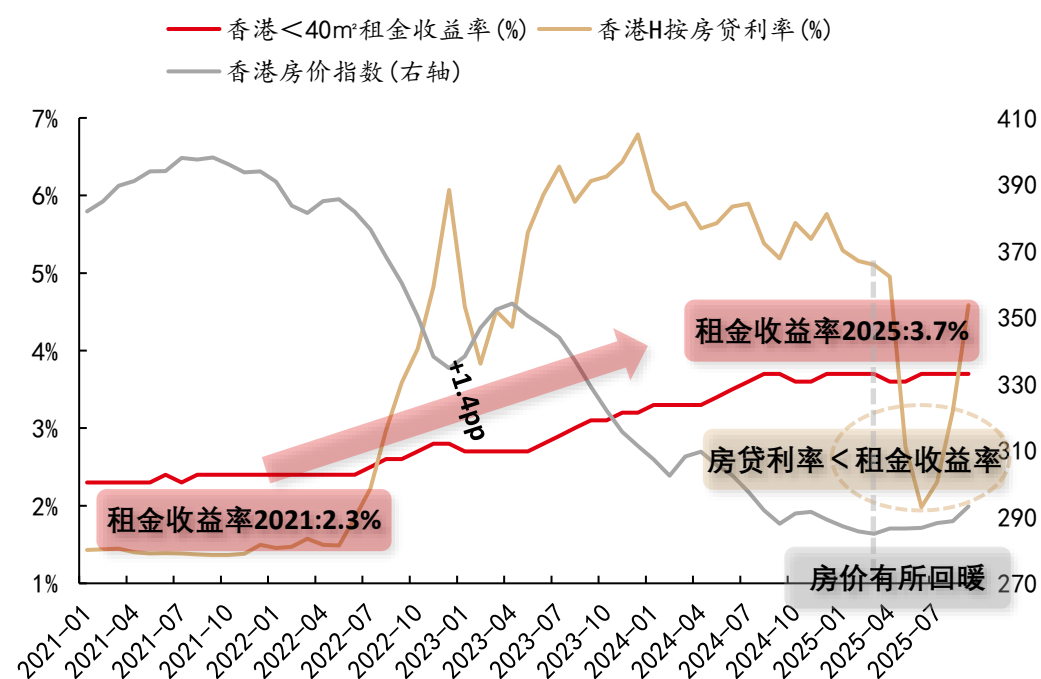
图表25：收入信心指数同比微领先于房价同比



资料来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表26：香港按揭贷款利率低于租金回报率促进企稳

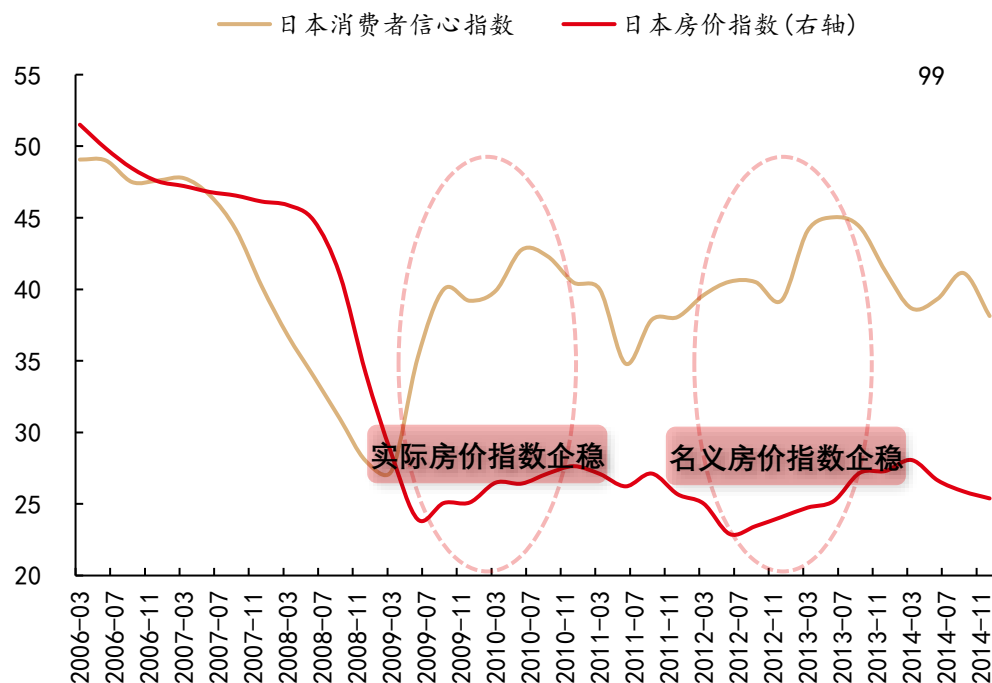


资料来源：Wind，中邮证券研究所
注：H按房贷利率为HIBOR1个月+1.3%

1.4真正的回暖需要看到更多积极的因素

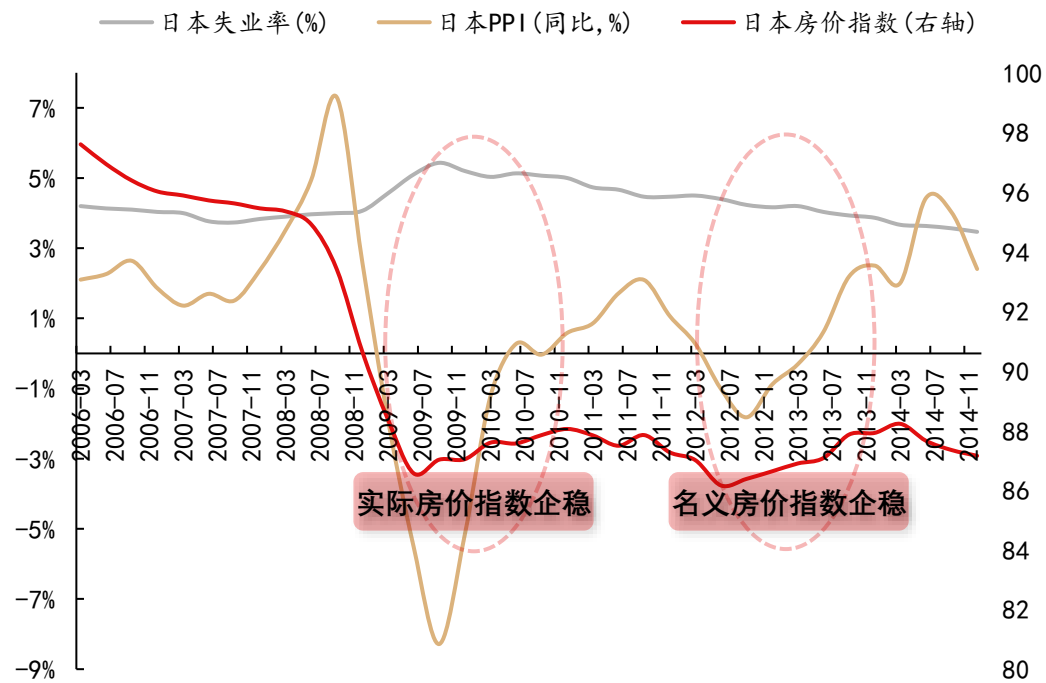
- 前期我们所分析的是房价可能的最大跌幅一段，但房价真正的回暖则需看到更多积极的因素。
- 日本在房价回暖时宏观经济指标有几个共同表现：失业率降低、ppi同比回升、消费者信心指数明显恢复。

图表27：日本房价回暖时消费者信心指数明显恢复



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表28：日本房价回暖时失业率降低、ppi同比回升



资料来源：Wind，中邮证券研究所

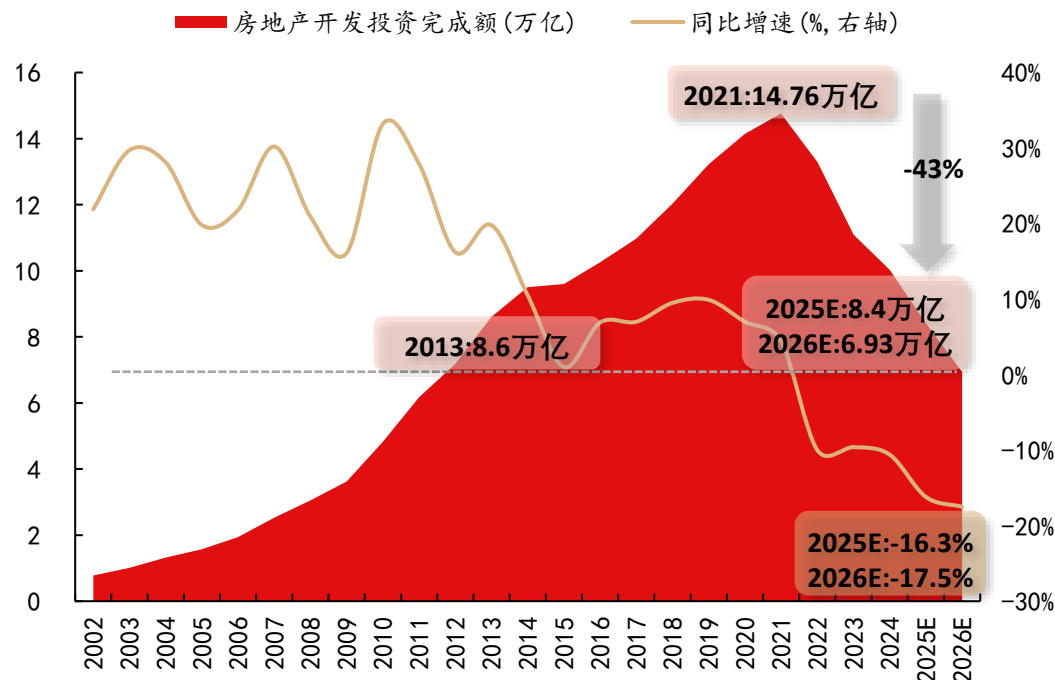


地产投资周期河流中的秩序回归

2.1 地产投资近期加速下跌，复苏需关注三个方面

- 我国房地产开发投资完成额和土地购置费较峰值分别下跌-43%、下跌-30%，跌幅整体小于地产销售，但近期有加速下滑的趋势。
- 地产投资需关注：一是销售端，核心城市价格止跌，带动新房市场预期改善，房企投资更加积极；
- 二是土地市场，部分地区因房价与地价调整充分（房地价差修复至15%以上），有望率先出现拿地回暖；
- 三是政策加码，若12月中央经济工作会议继续推出全国性措施，将加速预期修复。

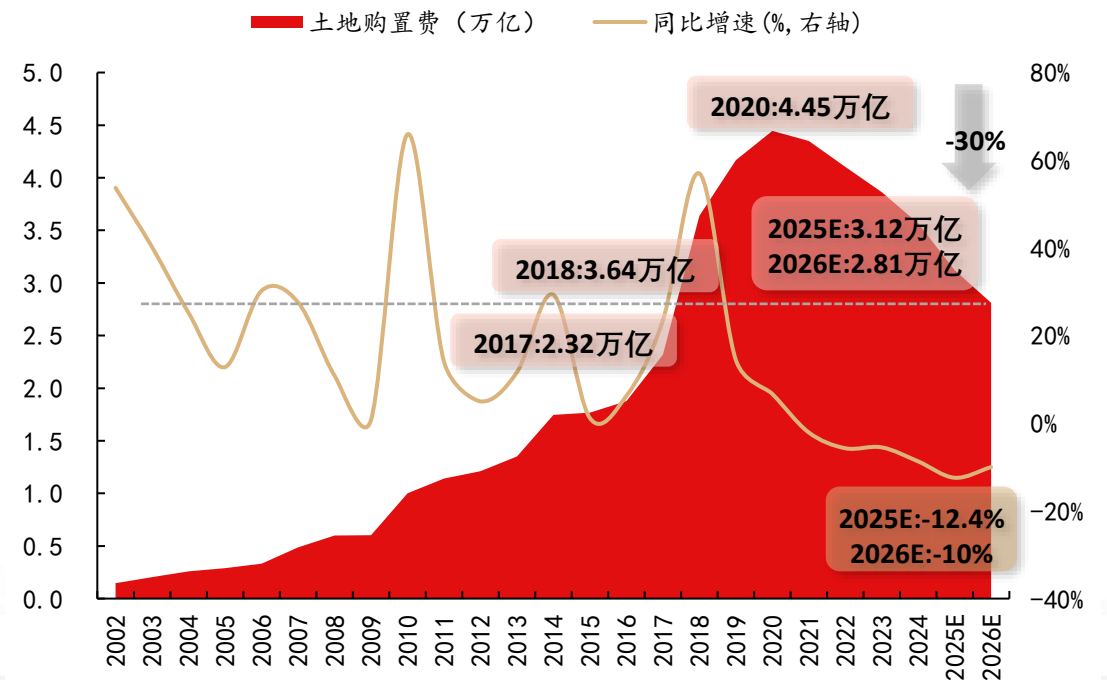
图表29：我国房地产开发投资完成额较峰值-43%



资料来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表30：我国土地购置费较峰值-30%

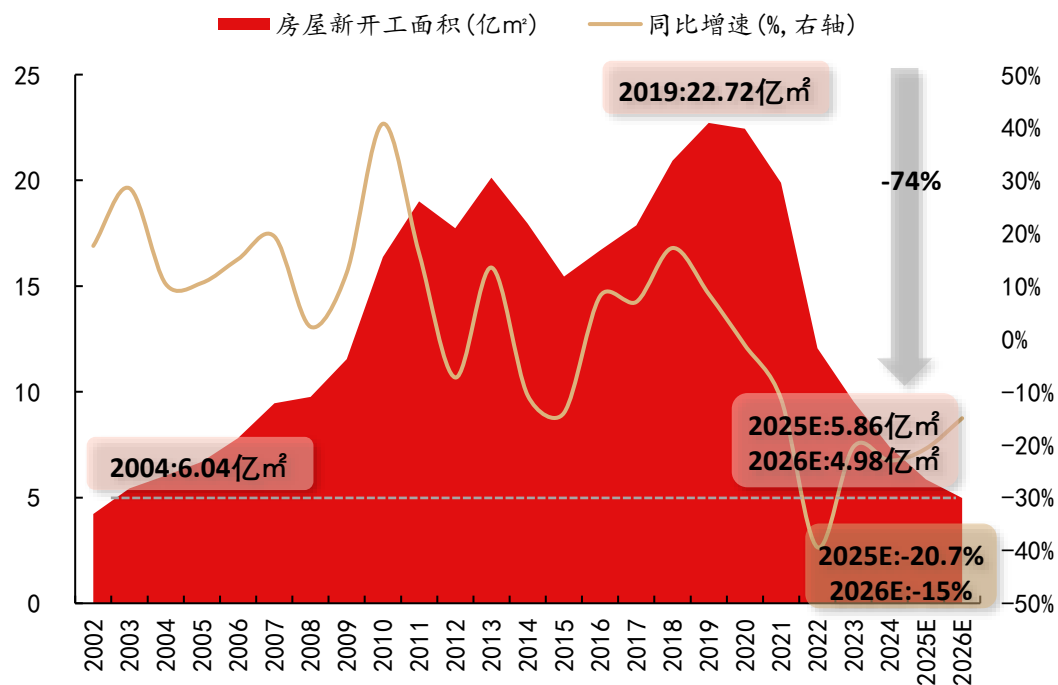


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.2新开工数据难言乐观，资产盘活前提为价格波动减弱

- **新开工面积从历史峰值持续探底，2025年降幅扩大。**资金压力制约投资能力，2025年1-10月房企到位资金同比下降9.7%，其中自筹资金（-10.0%）、定金及预收款（-12.0%）、个人按揭贷款（-12.8%）全面收缩，房企现金流紧张导致拿地意愿骤降。
- **若考虑不良资产盘活，则明年新开工面积有望回正，但我们认为不良资产盘活的前提是资产价格波动减弱，若明年资产价格波动仍较大，则新开工情况仍难言乐观。**竣工面积由保交楼支撑短期韧性，长期则受制于新开工不足。

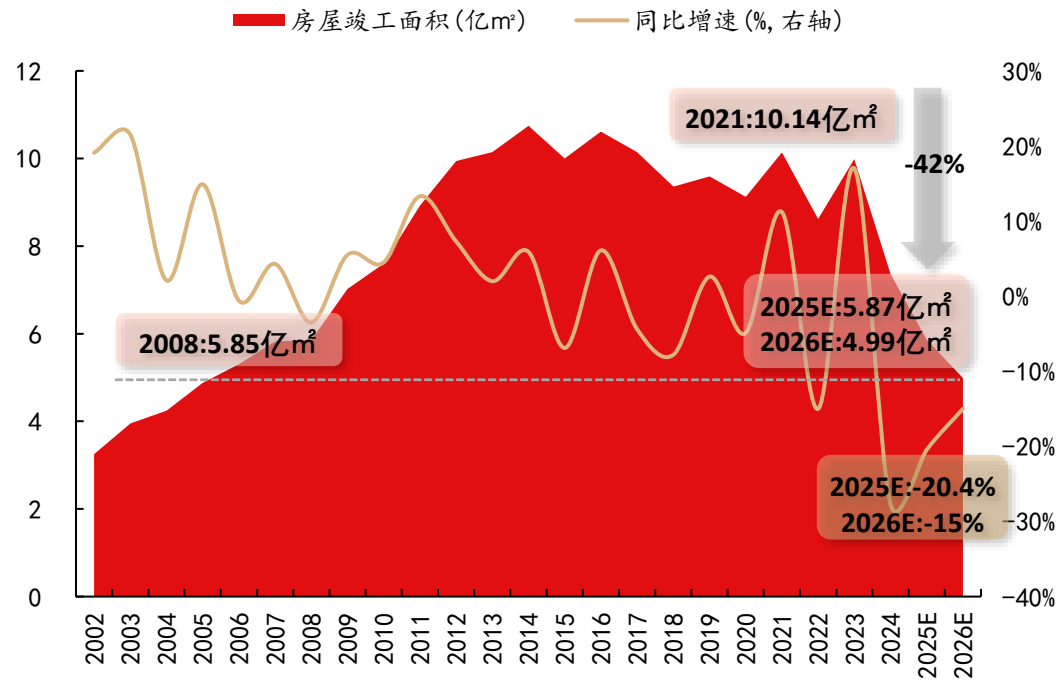
图表31：我国房屋新开工面积较峰值-74%



资料来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表32：我国房屋竣工面积较21年下滑-42%

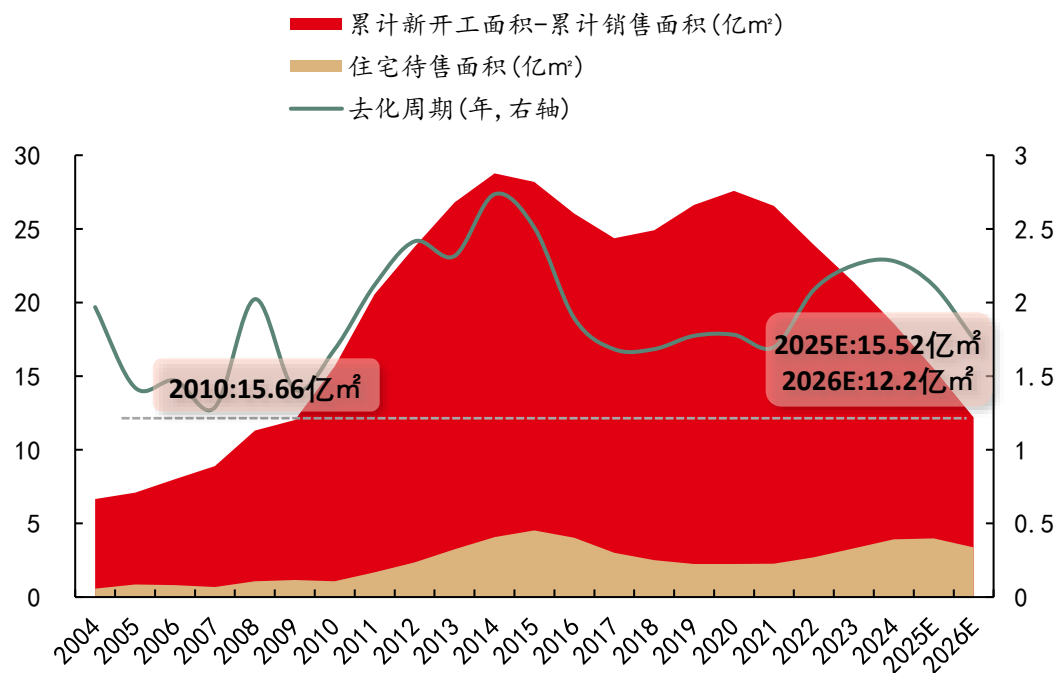


资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.3中期库存已下降较多，一线城市虽后跌但可能先涨

- 我们用历史的住宅累计新开工面积-累计销售面积来看，预计25年全国库存约为15.52亿方，低于2010年水平（20.66亿方），参考历史水平来看库存已下降较多，预计明年以广义库存计算的去化周期将下降至2年以内，但狭义库存下降幅度仍然不够。
- 2022-2024年地产政策频出，一线城市受政策利好不断释放购房需求托底，跌幅较小，但由于2025年以来地产政策较少，故表现出了一线城市后跌且跌幅较快的情况，但我们认为供需仍是最终的决定因素，一线城市虽后跌但可能先涨。

图表33：中期库存已下降较多，但狭义库存仍较高

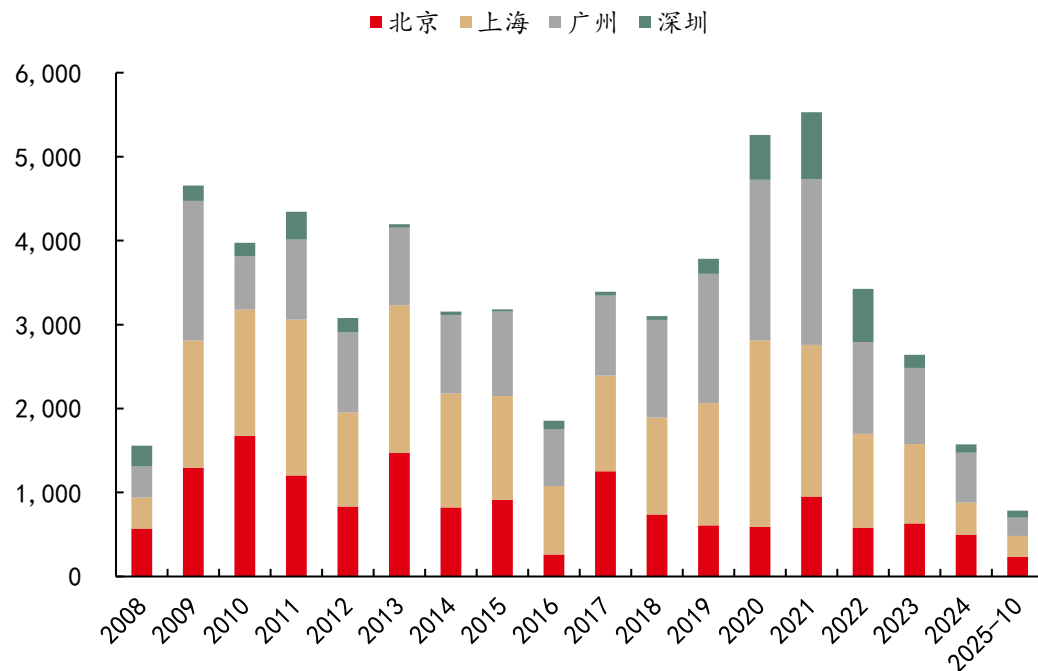


资料来源：Wind，中邮证券研究所

注：去化周期=(当年累计新开工面积-累计销售面积)/当年销售面积

请参阅附注免责声明

图表34：一线城市供应住宅类用地建面持续减少(万 m^2)



资料来源：Wind，中邮证券研究所

2.4政策聚焦高质量发展，行业定位融入民生保障框架

- 由于基本面已持续下滑半年，故四季度仍有政策预期，四中全会对地产定调已将行业定位深度融入民生保障框架。
- 需求端未来可能的政策方向：1、降息；2、公积金贷款继续放开；3、解除所有限制性措施；4、个人信用救济政策；5、购房贷款贴息。



三

投资策略：拿地能力、多元化实力、反转动力

3.1 央企幸存者效应明显，拿地金额同比情况较好

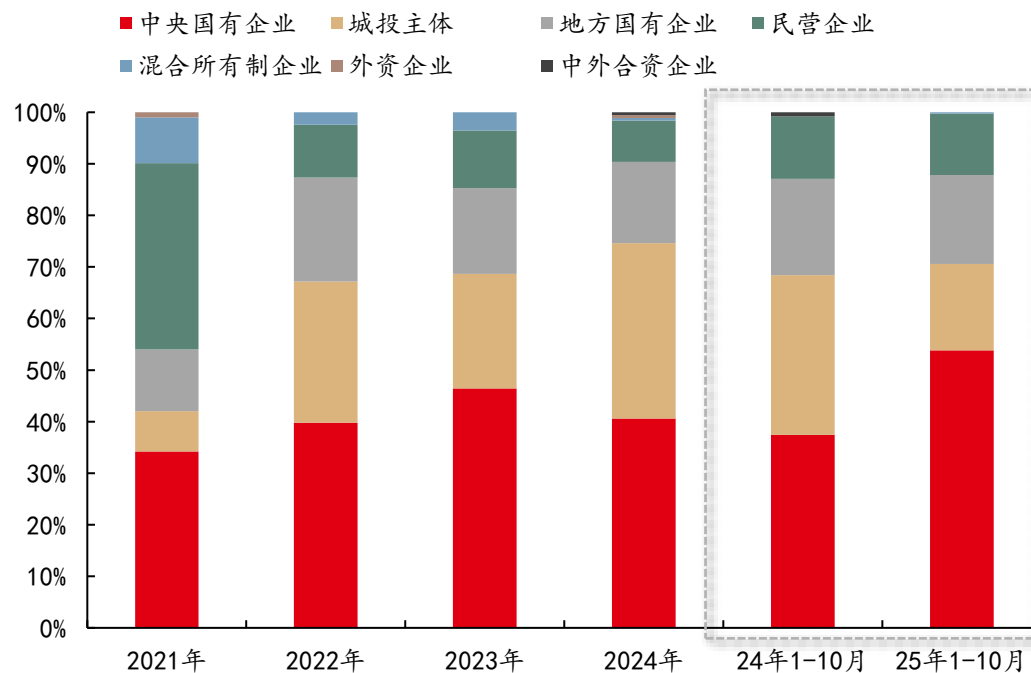
- “央企主导、核心聚焦、结构分化”特征：百强房企权益拿地金额同比增长25%，其中央企拿地金额占比超50%。
- 低能级城市仍处调整，市场化企业参与度有限，销售回暖传导至投资需6-8个季度，若地产销售最早于2026年年底企稳，则房地产开发投资转正则可能需看到2028年年中左右，后续需持续跟踪销售数据，同时跟踪高端改善市场销售情况。

图表35：百强房企分性质权益拿地金额历年情况

权益拿地金额 (亿元)	2021年	2022年	2023年	2024年	2024.1-10	2025.1-10	同比
央企	8688	5167	6126	3771	2343	4220	80%
地方国企	3038	2617	2195	1461	1168	1352	16%
城投	1982	3545	2930	3156	1942	1313	-32%
民营企业	9170	1334	1474	746	757	934	23%
中外合资	-	-	-	52	52	-	-
外资	253	-	-	49	-	-	-
混合所有制	2246	312	471	47	-	20	-
总计	25377	12975	13196	9282	6262	7839	25%

资料来源：中指研究院，中邮证券研究所

图表36：央企幸存者效应明显，城投托底有所减少

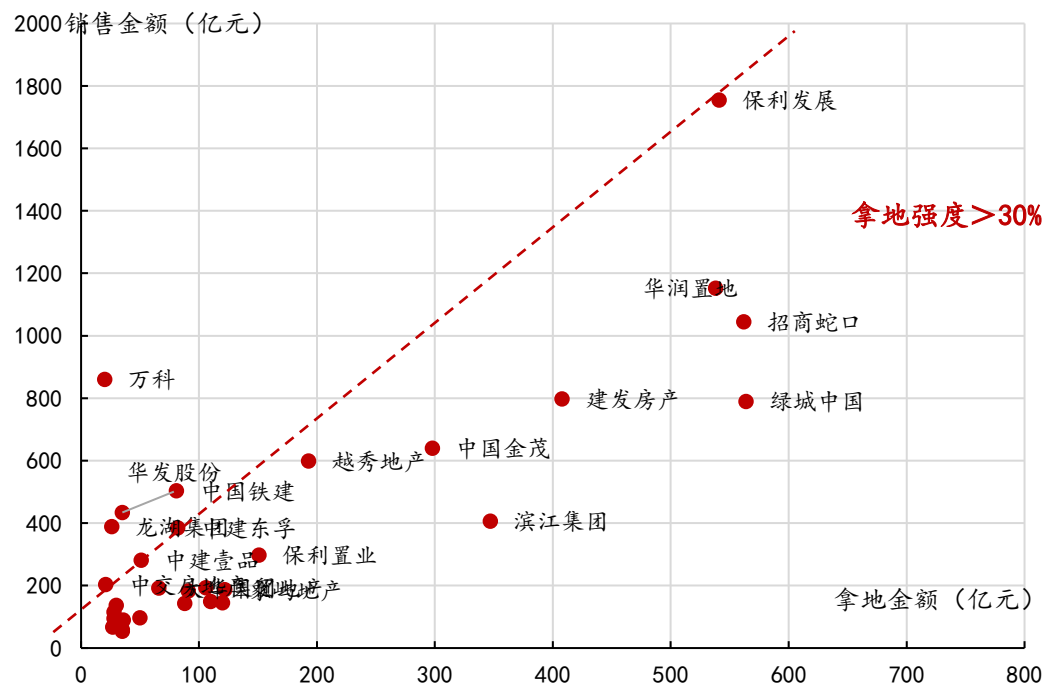


资料来源：中指研究院，中邮证券研究所

3.1 央企幸存者效应明显，拿地金额同比情况较好

- 策略一：优先选择拿地能力强且销售较好的房企。
- A股：招商蛇口、滨江集团。
- 港股：保利置业、中国海外发展、华润置地、建发国际、中国金茂、绿城中国。

图表37：百强房企拿地强度对比



资料来源：中指研究院，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表38：优先选择拿地能力强且销售较好的房企

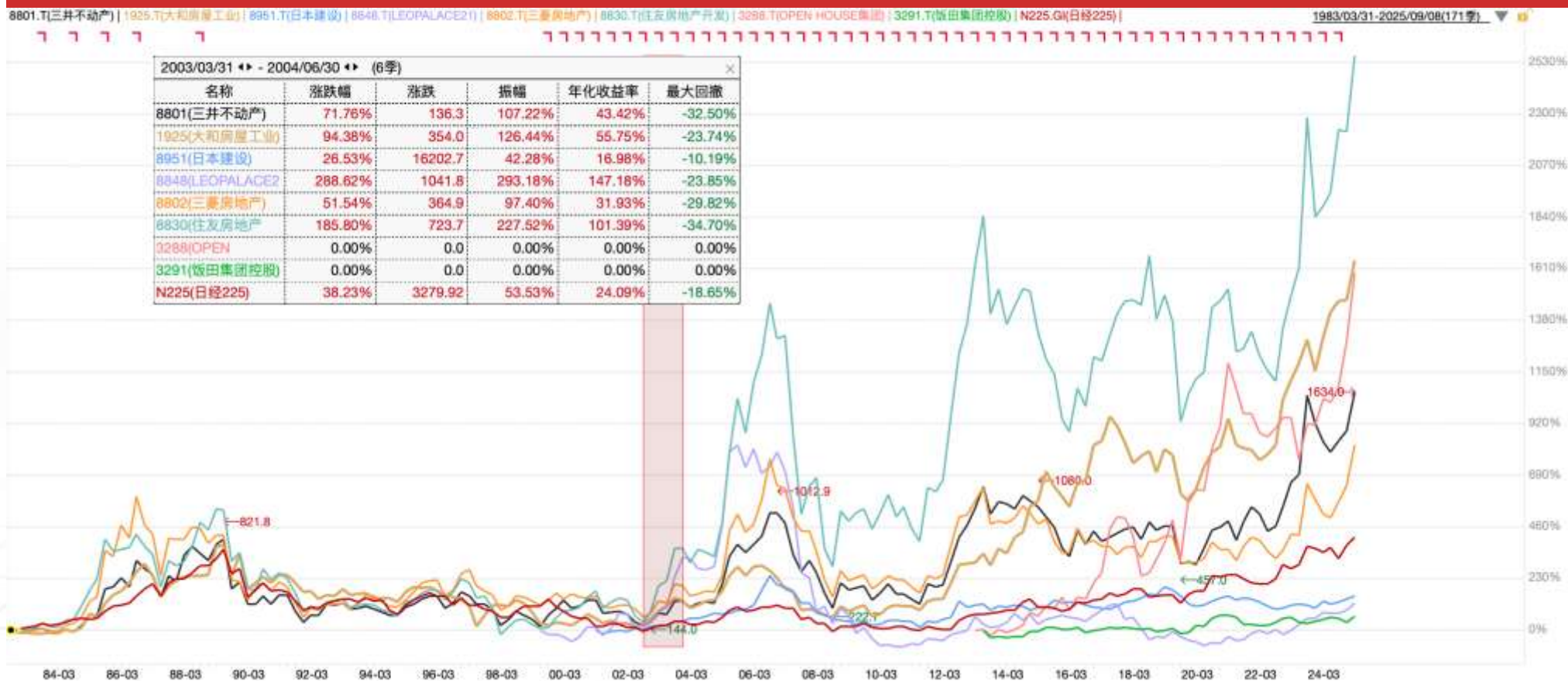
	25年1-10月权益销售额（亿元）	权益销售同比变化（%）	25年1-10月拿地金额（亿元）	拿地金额同比变化（%）	25年1-10月拿地强度（%）
保利发展	1755	-21.6%	541	-7.2%	30.8%
中海地产	1740	-23.0%	827	20.2%	47.5%
华润置地	1152	-19.1%	538	-0.9%	46.7%
招商蛇口	1045	-9.5%	562	97.2%	53.8%
万科	860	-34.4%	20	-57.4%	2.3%
建发房产	798	-1.4%	408	0.5%	51.1%
绿城中国	790	-14.0%	564	6.6%	71.4%
中国金茂	640	23.6%	298	59.4%	46.6%
越秀地产	599	1.0%	193	2.1%	32.2%
中国铁建	503	-13.9%	81	-36.2%	16.1%
华发股份	434	-12.2%	35	-48.5%	8.1%
滨江集团	406	-9.4%	347	58.4%	85.4%
龙湖集团	389	-32.3%	26	-61.8%	6.7%
中建东孚	384	25.3%	82	39.0%	21.3%
保利置业	298	-8.3%	151	155.9%	50.7%
中建壹品	282	-12.2%	51	-75.7%	18.1%
国贸地产	193	4.2%	106	-9.4%	54.9%
大华集团	192	-12.9%	66	57.1%	34.4%
中建智地	187	-4.9%	122	-0.8%	65.3%
中国中铁	183	-7.1%	91	8.3%	49.7%
象屿地产	149	-14.6%	110	11.1%	73.7%
石家庄城投集团	143	71.5%	88	-18.5%	61.6%
北京城建	137	2.4%	30	-48.3%	21.9%

资料来源：中指研究院，中邮证券研究所

3.2有实力进行多元化的房企获得超额收益的概率更高

- 我们观察了日本自2003年开始以来股市上涨的7个波段，并选取了不同类型的房地产公司股票进行收益率对比，发现在初期的上涨波段中，轻资产型公司优先跑赢大市（LEO公寓运营商，大和房屋工业代建企业），但后续几个波段，过去地产开发商成功多元化的房企获得超额收益率的概率更大（住友、三井，或是一户建的open household等）。

图表39：日本自2003年开始以来股市上涨的第一个波段（后续波段不再展示图片，以表格汇总）



3.2有实力进行多元化的房企获得超额收益的概率更高

- 我们观察了美国自2008年开始以来股市上涨的7个波段，发现在初期的上涨波段中，轻资产型公司优先跑赢大市（CBRE商业地产服务商），房价下跌后期聚焦高端多户型公寓社区的AVB涨幅亦较好，但后续几个波段，主要为过去大型地产开发商成功多元化的房企获得超额收益率的概率更大（普尔特、霍顿、莱纳，或是综合型的安博等）。

图表40：美国自2009年开始以来股市上涨的第一个波段（后续波段不再展示图片，以表格汇总）



3.2有实力进行多元化的房企获得超额收益的概率更高

- 策略二：在房价尚未企稳时可关注轻资产公司及聚焦“好房子”的房企，长线投资选择多元化实力较强的房企。
- 轻资产公司：华润万象生活、绿城管理控股。
- 聚焦“好房子”房企：建发国际、中国金茂。
- 具有多元化实力的房企：华润置地、中国海外发展、龙湖集团、新鸿基地产、太古地产。

图表41：日本自2003年以来股市上涨波段跑赢个股

波段开始	波段结束	225指数	跑赢个股1	跑赢个股2	跑赢个股3	房价指数
2003/3/31	2004/6/30	38.2%	LEO288.62%	住友185.8%	大和房屋94.38%	-7.89%
2005/6/30	2007/6/29	55.4%	住友213.28%	三井177.44%	三菱171.53%	-5.22%
2012/12/28	2015/6/30	94.7%	LEO219.57%	大和房屋171.54%	三井123.31%	5.59%
2016/9/30	2018/9/28	54.9%	OPEN HOUSE109.46%	-	-	3.94%
2020/3/31	2021/3/31	23.3%	OPEN HOUSE54.09%	饭田43.69%	-	1.55%
2022/12/30	2024/3/29	55.6%	三井84.98%	住友80.31%	-	2.99%
2025/3/31	2025/9/9	9.4%	三菱53.78%	OPEN51.73%	三井30.04%	-

资料来源：Wind，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

图表42：美国自2009年以来股市上涨波段跑赢个股

波段开始	波段结束	标普指数	跑赢个股1	跑赢个股2	跑赢个股3	房价指数
2009/3/31	2010/3/31	29.5%	CBRE266.9%	莱纳98.5%	SUN80%	-2.81%
2010/6/30	2011/3/31	13.4%	CBRE68.45%	SUN41.47%	AVB39.06%	-4.79%
2011/9/30	2014/12/31	55.9%	普尔特180.16%	莱纳146.89%	霍顿119.53%	17.18%
2015/9/30	2018/9/30	41.2%	安博82.72%	SUN64.22%	霍顿54.17%	18.93%
2020/3/31	2021/12/31	47.5%	莱纳108.21%	霍顿105.59%	安博88.87%	28.12%
2022/9/30	2024/12/31	55.4%	普尔特174.79%	霍顿111.24%	莱纳93.24%	11.72%
2025/3/31	2025/9/9	10.7%	霍顿27.22%	普尔特25.55%	CBRE23.46%	-

资料来源：Wind，中邮证券研究所

3.3债务重组完成，后续仍有反转动力的房企

- 策略三：债务重组完成，后续仍有反转动力的房企。
- 但此类房企受政策、自身进度及其本身的不确定性影响较大，投资时点较难把握。

图表43：部分房企债务重组/整进展，后续需观察其是否有反转动力

公司名称	披露日期	化债进展
融创中国	2025/11/5	境外债务重组计划获得高等法院批准,95.5亿美元境外债务实现清零。
	2025/8/18	境内债重组完成154亿元债务调整;95.5亿美元境外债通过“全额债转股”模式化解,债权人转换为股东,成为首家将美元债100%转股的大型房企。
碧桂园	2025/11/14	11月14日,碧桂园发布177亿美元境外债务重组可能进行的交易系列公告,其中包括计划发行总额近130亿美元的强制性可转换债券。
	2025/11/6	11月6日,碧桂园宣布,境外债务重组方案将于赢得多数债权人的支持,若重组方案成功落实,预计可削减约117亿美元债务,对纽约人民币840亿元有息债务。
旭辉集团	2025/10/20	通报离岸债务重组方案已获香港法院批准。
	2025/9/15	7笔境内公开市场债券的整体重组方案获得持有人会议表决通过,涉及金额合计约100.6亿元。
远洋集团	2025/8/1	推出境内债券重组初步方案,境内信用债10笔共计约180亿元,境内债券余额最高能减少69%,粗略估算,完成境内外债重组后,远洋有息负债可减少约410亿元。
龙光集团	2025/7/9	21笔公司债券及资产支持证券重组议案均获得投资人表决通过,涉及本金金额合计219.6亿元。
中国奥园	2025/9/19	公告境外债务重组进展,根据中国奥园计划及A44 Hero计划的条款,将持有期延长三个月。
	2025/7/4	境内债务重组计划方案已经基本完善,正在征求各方(包括境内债权人)意见,将在获得实质性进展时及时进行公告;二零二五年首六个月,集团与若干境内金融机构达成合约安排,境内借款本金金额约人民币10.14亿元的境内融资安排获展期。
佳兆业集团	2025/9/15	境外债务重组所有条件均已达成,重组方案已全面生效,将实现债项规模约86亿美元。
	2025/6/13	计划延长境外债务重组计划最后截止日期至9月30日。
华夏幸福	2025/11/17	截至2025年10月31日,华夏幸福基业股份有限公司《债务重组计划》中金融债务通过签约等方式实现债务重组的金额累计约为92.69亿元(含公司及下属子公司发行的境内公司债券及境外间接全资子公司发行的境外美元债券承租)。
	2025/5/17	截至2025年4月30日,通过签约等方式实现债务重组金额累计达1922.73亿元,减免债务利息、豁免罚息共计202.03亿元。公司及下属子公司累计未能如期偿还债务金额为299.40亿元,近期新增未能偿还债务3.50亿元,此外,部分债务已完成重组安排。
金科股份	2025/5/11	重庆五中院裁定批准金科股份及重庆金科的重整计划。金科股份及重庆金科将进入重整计划执行阶段,至此,金科股份1470亿元债务“清零”。

资料来源：企业预警通，中邮证券研究所

请参阅附注免责声明

四

风险提示

- 1. 估算假设存在偏差风险。
- 本报告部分测算基于本机构对部分指标的测算估计，相关假设并非来自官方统计或企业披露。若宏观经济走势、政策节奏、市场情绪或销售情况与假设存在偏离，模型结果、预测假设及测算结论均可能产生显著偏误。
- 2. 房地产市场下行进一步超预期风险。
- 当前行业去库存、资金面改善、政策宽松的传导效率仍存在不确定性。若销售恢复不及预期、融资环境进一步收紧、房价出现阶段性加速下跌，或地产链投资跌幅超过本报告假设，可能导致行业盈利恶化加速、企业现金流承压，进而使行业修复节奏明显延后。
- 3. 宏观经济与政策风险。
- 房地产行业高度依赖宏观经济景气度及政策环境。短期内若宏观增速不及预期、就业收入改善放缓，或购房政策、供地政策、金融监管政策调整力度不及预期，行业需求恢复可能进一步走弱。同时政策执行节奏、地区差异化调控亦可能使市场表现波动加大。
- 4. 企业信用与流动性风险。
- 部分房企债务负担仍然较重，境内外信用事件仍有可能反复。若融资渠道恢复不及预期、销售回款弱于假设，可能引发财务压力链式传导，对行业信心与供给侧修复造成干扰。
- 5. 外部环境不确定性风险。
- 包括全球经济波动、国际利率变化、大宗价格波动、金融市场大幅调整等外部冲击因素，均可能通过流动性、就业、企业融资等渠道传导至行业，影响市场情绪与企业经营。

感谢您的信任与支持!

THANK YOU

高丁卉 (首席分析师)

SAC编号: S1340524080001

邮箱: gaodinghui@cnpsec.com

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中邮证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券签约客户使用，若您非中邮证券签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为签约客户。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括:证券经纪，证券自营，证券投资咨询，证券资产管理，融资融券，证券投资基金销售，证券承销与保荐，代理销售金融产品，与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

中邮证券研究所

北京

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编: 100050

上海

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编: 200000

深圳

邮箱: yanjiusuo@cnpsec.com

地址: 深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编: 518048



中邮证券

CHINA POST SECURITIES