

房地产

2025 展望：脱虚向实，迈向健康发展

- **初步恢复由刚改带动，投资需求基本消失。**2024 年 1-10 月全国商品房住宅累计销售 6.54 亿平方，同比下降 17%，较 23 年跌幅扩大。高频数据显示 11 月 30 城新房销售面积环比增 16%，系 924 政策包效果得以延续。二手房方面，截至 11 月 30 日，年初至今销量同比已回正，11 月单月环比增 15%。房价方面，前 11 个月新房跌幅较去年明显扩大，二手房 11 月见少许城市环比止跌。渠道调研显示政策对原本被抑制的刚性购房需求释放有较好的效果，而投资需求几乎消失，我们认为基于真实需求的销售恢复更符合行业长期发展目标。
- **供给锐减，城投兜底比例降低。**土地供应量价齐缩，前 10 个月住宅类供地面积同比降 33%，成交率降 8 个百分点至 71%，住宅土地出让金占综合土地出让金的比例下降 7 个百分点至 73%。住宅平均楼面价自 21 年首次转跌，同比降 13%，除了受购房情绪低迷、开发商投资信心影响外，城投拿地比例减少也是原因之一，2023 年城投兜底拿地使地价停留在真实供需所反映价格之上，24 年城投流动性压力较大兜底比例降低，故地价逐步脱水。
- **展望：24 年末翘尾，25 年持续缩量。**我们预计 2024、25 年全年新房销售额增速分别为 -20%、-11% 至 7.4、7.0 万亿，二手房成交额分别达 7.1、7.5 万亿，并正式成为房地产市场主导，主要基于 1) 政策端：已出台政策效果尚有余温且多项措施正在落地中尚需时日观察，故推测短期内出台重磅政策（如更多一线城市解开限购等）可能性较小；同时收储等政策推进仍有难点，可能在 25 年较难大规模消化库存；2) 供应端：土地供应规模大幅削减、开发商拿地强度大降导致后续优质可售资源减少；且配售型保障房供应增加可能分流部分需求；3) 需求端：在新房交付担忧推动下需求继续向二手房转移等；假设详情及情景分析请参考图 41。
- **投资建议：**回顾 24 年，我们看到跑赢行业的地产股主要为“困境反转”标的及“业绩见底回升”标的（图 47），物业股主要为“拓展能力突出”及“母公司困境反转”标的（图 48）。虽然销售端展现初步恢复，但行业库存仍在历史高位，且部分关键政策落地仍需时日，故我们认为行业基本面见底信号并未显现，我们建议：1) 关注商业运营能力较强的标的如华润置地、新城发展、龙湖集团等，由于开发持续缩量，零售业务可抗风险。经济企稳回暖时零售业务较开发业务率先受益。同时在当前融资环境下零售资产相对更容易获得增量融资。2) 关注存量市场发展受益者。交易角度，贝壳（BEKE.US）作为绝对龙头将长期受益于二手房换手率提升。从服务角度，物业管理是存量市场的长期受益者，建议关注如华润万象生活（1209 HK）、绿城服务（2869 HK）、保利物业（6049 HK）、滨江服务（3316 HK）、万物云（2602 HK）等。3) 开发商方面，建议关注持续获得优质可售资源的标的，如拿低强度和拿地质量双优的企业。4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。

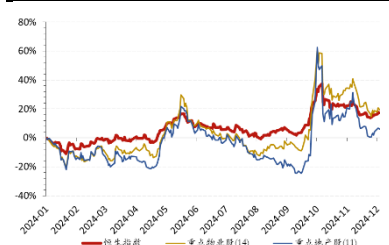
优于大市
(维持)

中国房地产行业

张苗
(852) 3761 8910
zhangmiao@cmbi.com.hk

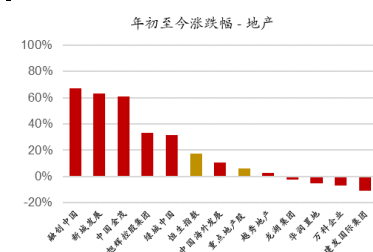
李昀嘉
(852) 3757 6202
bellali@cmbi.com.hk

地产物业股表现



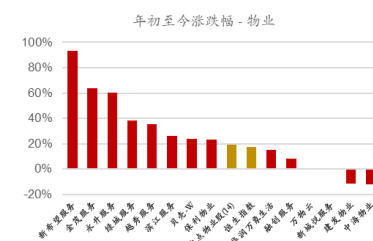
资料来源：Wind，招银国际环球市场（截至 2024 年 12 月 4 日）

重点地产股年内涨跌幅



资料来源：Wind，招银国际环球市场（截至 2024 年 12 月 4 日）

重点物业股年内涨跌幅



资料来源：Wind，招银国际环球市场（截至 2024 年 12 月 4 日）

目录

重要图表..... 3

销售：新房规模持续收缩，存量房时代开启..... 4

新房.....4

总量持续收缩.....4

能级分布现哑铃化趋势.....5

民企参与度持续降低.....6

二手房.....6

存量市场维持优越表现.....6

房价.....7

新房价格年内跌幅史上最大.....7

二手房持续以价换量.....8

少许城市环比止跌.....10

供给：土地供应缩量加速，头部房企拿地锐减.....12

土地供应量价齐缩，住宅类占比持续走低.....12

土地供应缩量，住宅类土地成交率明显降低.....12

住宅类供应占比进一步降低，楼面价转跌反映信心持续走弱.....12

重点企业拿地强度锐减.....13

政策：宽松力度加码，效果持续性有待观察.....14

融资：海外债持续缩量，民企占比继续降低.....15

海外债规模收缩，民企到期压力继续后延.....15

海外债缩量，民企压力 25 年来自海外债，26 年来自境内债.....15

民企 2Q25 再迎偿债高峰.....16

展望.....17

新房销售：24 年翘尾，25 年缩量.....17

24 年末销售翘尾有望.....17

预计 2025 年新房继续缩量.....17

二手房成交：将于 25 年超越新房销售成为主导市场.....19

房地产开发投资.....19

新开工面积.....19

竣工面积.....19

房地产开发投资.....20

板块表现.....21

投资建议.....23

风险.....23

估值.....23

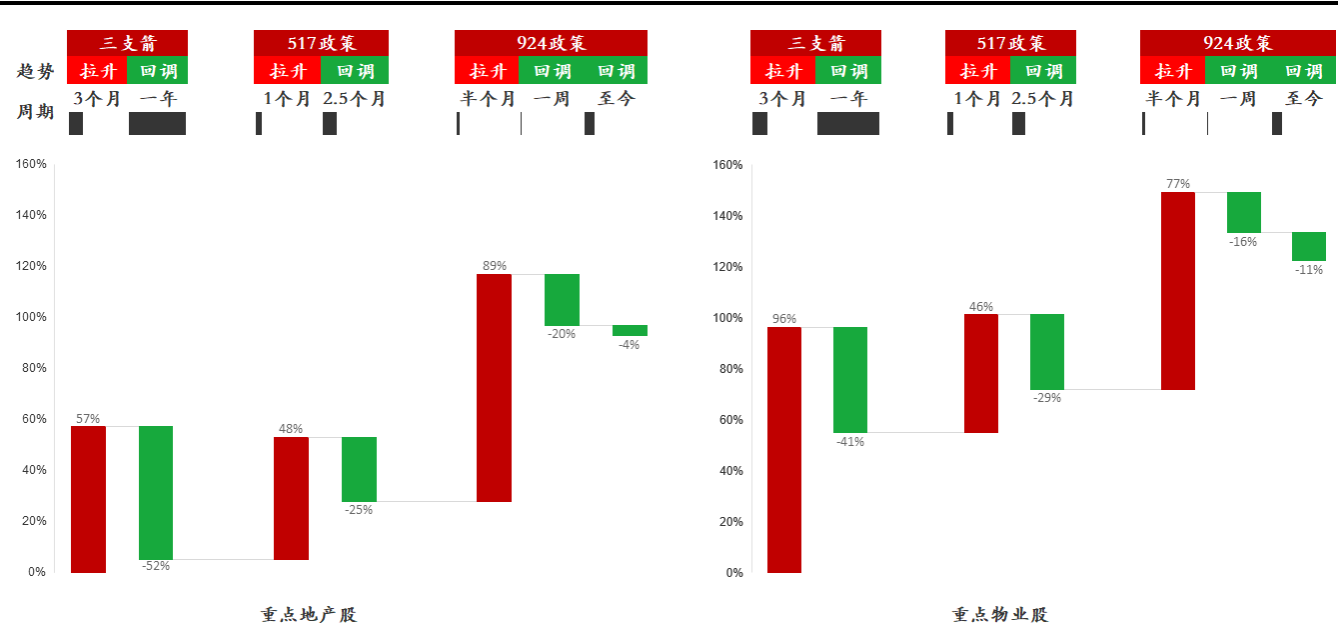
重要图表

图 1: 房地产销售预测

销售额 (万亿)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新房	10.96	10.30	8.26	7.37	7.13
同比	-33%	-6%	-20%	-11%	-3%
二手房	5.50	7.10	7.14	7.51	7.81
同比	-21%	29%	1%	5%	4%
一二手综合	16.46	17.40	15.40	14.88	14.94
同比	-29%	6%	-11%	-3%	0%
销售量 (亿方)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新房	10.33	9.48	8.02	7.42	7.26
同比	-34%	-8%	-15%	-7%	-2%
二手房	3.84	5.59	6.62	7.33	7.78
同比	-21%	46%	18%	11%	6%
一二手综合	14.17	15.07	14.64	14.75	15.03
同比	-29%	6%	-3%	1%	2%
销售均价 (元每方)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新房	10,610	10,864	10,298	9,924	9,826
同比	2%	2%	-5%	-4%	-1%
二手房	14,328	12,698	10,794	10,254	10,049
同比	n.a.	-11%	-15%	-5%	-2%
一二手综合	11,617	11,545	10,522	10,088	9,941
同比	n.a.	-1%	-9%	-4%	-1%

资料来源：国家统计局，贝壳，招银国际环球市场预测

图 2: 三次政策密集出台阶段板块表现



资料来源：Wind，招银国际环球市场（截至 2024 年 12 月 4 日）

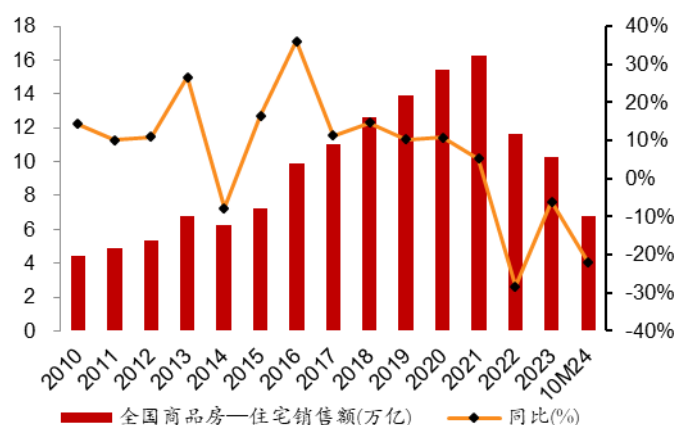
销售：新房规模持续收缩，存量房时代开启

新房

■ 总量持续收缩

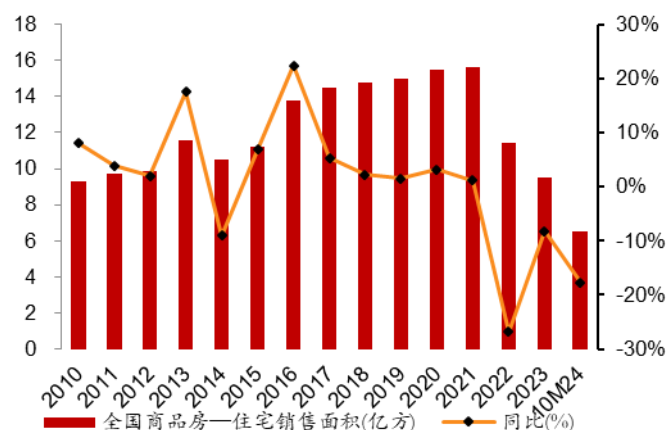
根据国家统计局数据，2024 年 1-10 月，全国商品房销售金额累计 6.75 万亿元，同比下降 22.0%；商品房住宅销售面积累计 6.54 亿平方米，同比下降 17.7%，较 2023 跌幅均显著扩大，在经济下行、居民企业收入增长预期较弱的背景下新房规模持续收缩。年内需求端政策持续加码，517 政策包对 6 月销售起到短期提振，924 政策包效果略超预期，9 月冲高后 10 月也维持了不错的表现，10 月单月销售金额为 7246 亿元，环比下跌 7.3%，同比回正至+0.8%；销售面积为 6580 万平米，环比下跌 17.5%，同比仅下跌 0.5%。

图 3: 全国商品住宅销售额-累计



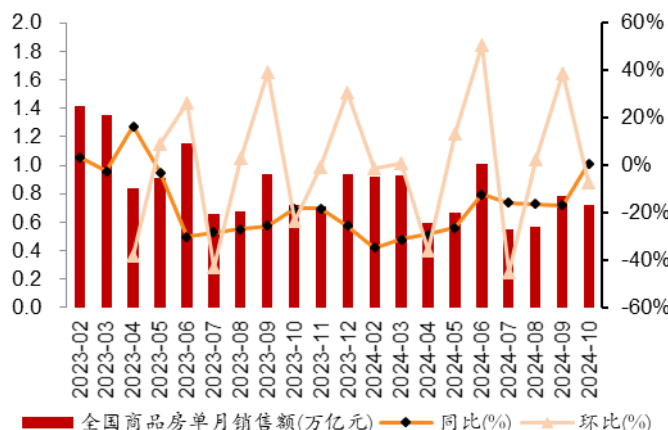
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 4: 全国商品住宅销售面积-累计



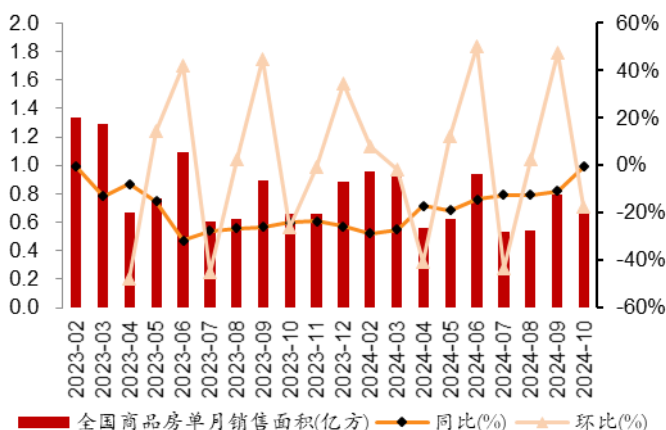
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 5: 全国商品住宅销售额-单月



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

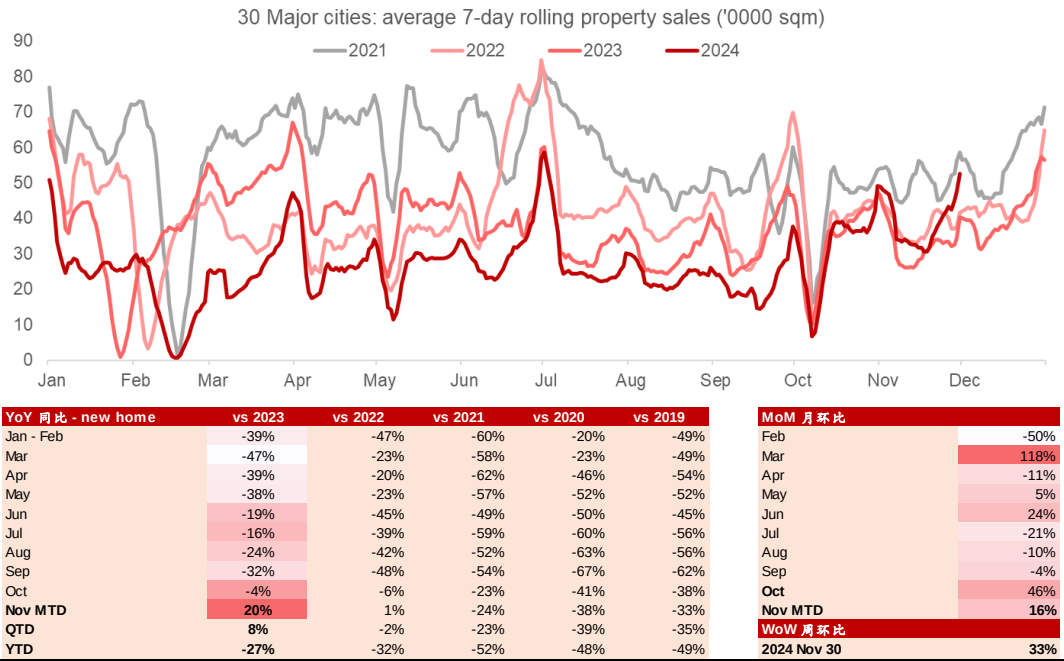
图 6: 全国商品住宅销售面积-单月



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

根据我们跟踪的高频数据（网签），11 月新房销售继续维持强劲，截至 2024 年 11 月 30 日，30 个主要城市的新房销售面积月同比增长 20%，月环比涨 16%；年初至今跌幅约 27%。

图 7: 30 城新房销售面积-日度 (截至 2024 年 11 月 30 日)

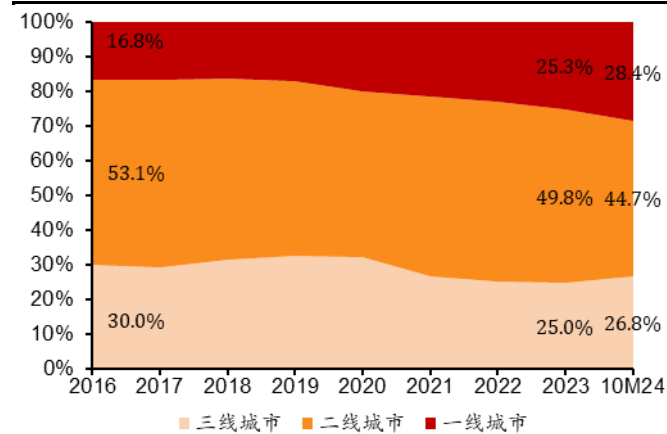


资料来源: Wind, 招银国际环球市场

■ 能级分布现哑铃化趋势

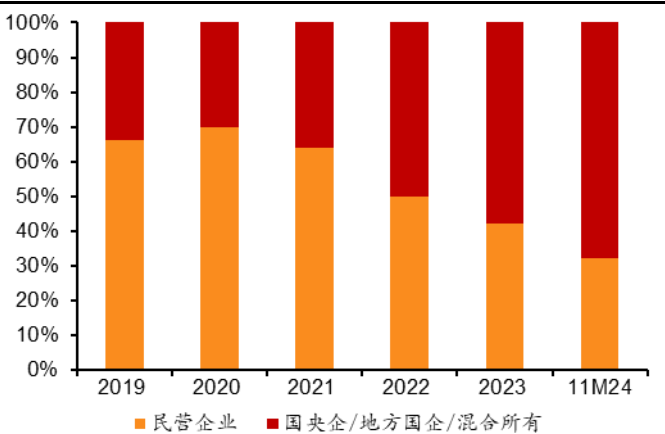
随着我国人口数量见顶回落、城镇化进程逐步进入尾声，高能级城市由于其产业优势和经济韧性继续保持着人口净流入，进而维持了较好的房价预期。我们看到 30 大中城市中，一线城市商品房销售套数占比自 2016 年的 16.8% 逐步增加 2023 年的 25.3%，并在 2024 年持续攀升，至 10M24 达 28.4%，二线城市、三线城市占比在 2016-2023 年期间持续缩减，至 2024 发生了转变，三线城市在 2024 年出现份额的上升，占比从 2023 年的 25% 提高至 10M24 的 26.8%，使整体销售结构呈现一、三线集中度提高，二线集中度降低的哑铃型结构，我们认为这可能是由失业人员返乡就业推动，该趋势可能在 25 年持续。

图 8: 各能级城市商品房销售套数占比



资料来源: Wind, 招银国际环球市场

图 9: 销售金额 Top 50 房企民营企业数量占比



资料来源: 中指院, 招银国际环球市场

■ 民企参与度持续降低

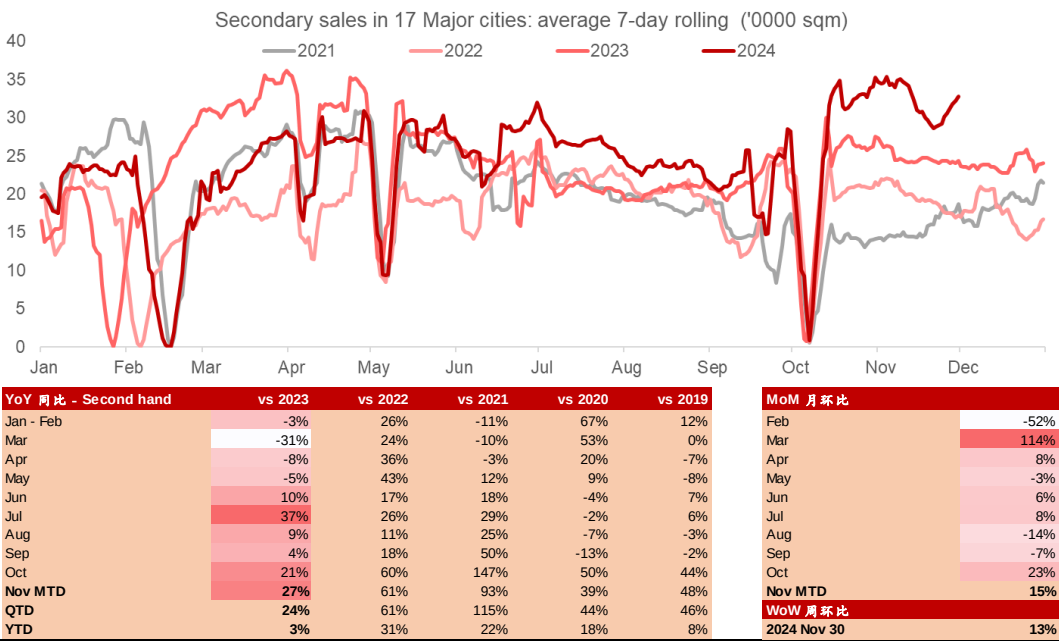
上行周期中民营企业扩张较为激进，国央企较为保守，因此下行周期中国央企受影响远小于民营企业，自 2021 年 8 月房地产危机爆发以来，国央企在融资方面的信用优势远超民企，面临的流动性压力更小，仍具备拿地能力，而民营企业则大规模减缓或停止拿地，其可售资源急剧减少，且销售流速受“烂尾担忧”的影响严重，因此销售表现层面国央企与民企继续分化，民企持续退出市场。根据中指院数据，在房企销售 Top 50 榜单中民营企业数量由 2019 年的 33 家逐步减少到 11M24 的 16 家，占比从 66%减少至 32%（图 9）。

二手房

■ 存量市场维持优越表现

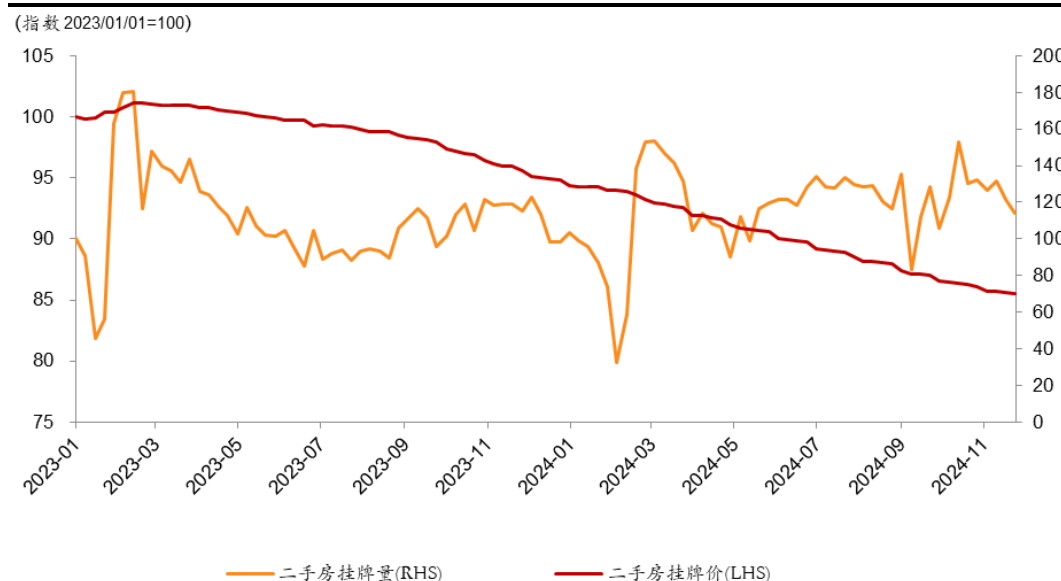
2024 年二手房市场延续了 2023 年的态势，表现持续优于新房市场。根据我们跟踪的高频数据，截至 2024 年 11 月 30 日，16 城二手房成交面积在去年高基数的基础上仍同比增加 3%，11 月单月录得月环比+15%、同比+27%的涨幅。二手房交易的亮眼表现主要受益于以下几点原因：1) 市场长期信心较弱，越来越多房东选择尽早套现离场导致供应量大幅增加；2) 挂牌量增加带来竞卖压力导致二手房价格自然下跌（图 11），使二手房较新房逐渐显现性价比；3) 民营房企暴雷导致购房者对新房存在“烂尾担忧”，国央企销售承压、回款压力加大而持续推行降本增效导致购房者对房屋交付质量有较多不满，越来越多购房需求从新房市场被挤压至二手房市场；4) 经济下行消费降级背景下，刚需购房者重视居住属性远大于投资属性，二手房较新房在配套设施等方面更具备优势；5) 多地政策包中包含针对二手房市场的刺激措施，同时二手房交易较新房交易更为便捷高效，对普惠性政策反应也更为迅速。

图 10: 16 城二手房销售面积-日度（截至 2024 年 11 月 30 日）



资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 11: 二手房出售挂牌量/价指数 (截至 2024 年 11 月 30 日)



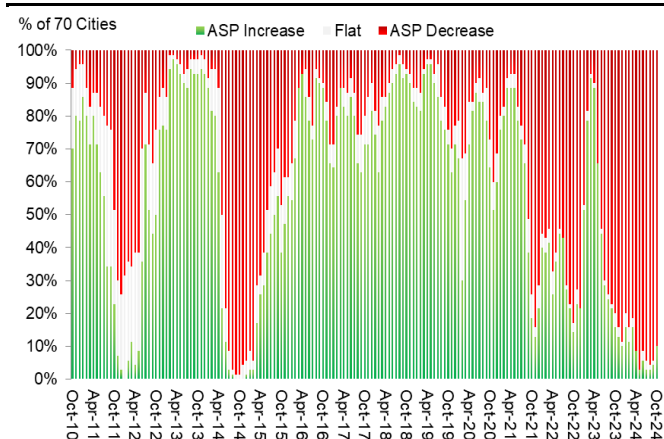
资料来源: Wind, 招银国际环球市场

房价

■ 新房价格年内跌幅史上最大

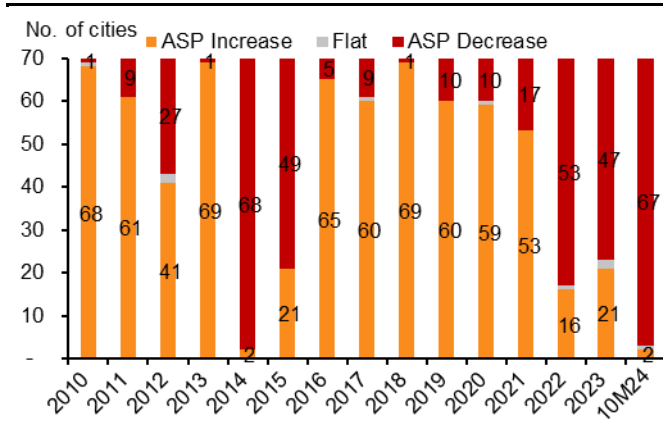
根据国家统计局数据, 2024 年 11 月, 70 大中城市中有 63 个城市新建商品住宅价格环比下跌, 自年初以来该数字一直维持在 55 以上的高位。2024 年 1-10 月, 共 67 个城市新建商品住宅价格累计下跌, 仅 2 个城市累计上涨, 较 2022 年的 53 个下跌 16 个上涨有所缓解。分能级来看, 70 城新房价格累计下跌 5.6%, 较 2023 年的 -1% 跌幅扩大明显, 创下史上最低, 三线城市为主要拖累 (累计下跌 5.9%), 一、二线城市年内分别累计下跌 -4.0%、-5.4%。自图 15 可观察到, 2021 年三季度以来, 高低能级新房价格趋势逐渐分化, 二、三线城市拖累 70 城价格逐渐进入下行通道, 一线城市则仍处于波动上行趋势直至 23 年 6 月, 此后也难抵下行压力转入下跌态势。

图 12: 70 城新房价格环比涨跌城市数量占比



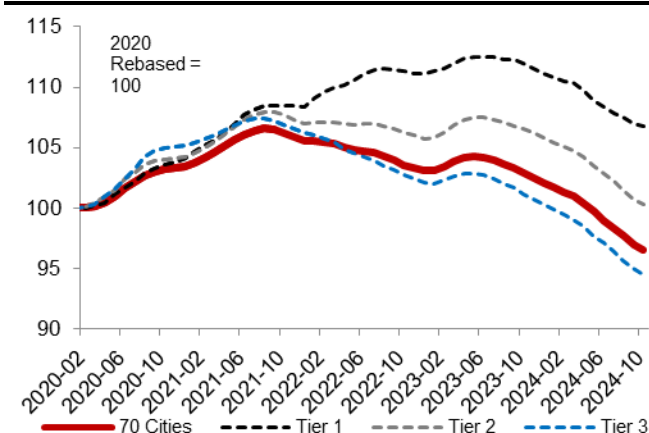
资料来源: 国家统计局, 招银国际环球市场

图 13: 70 城新房价格年度涨跌数量



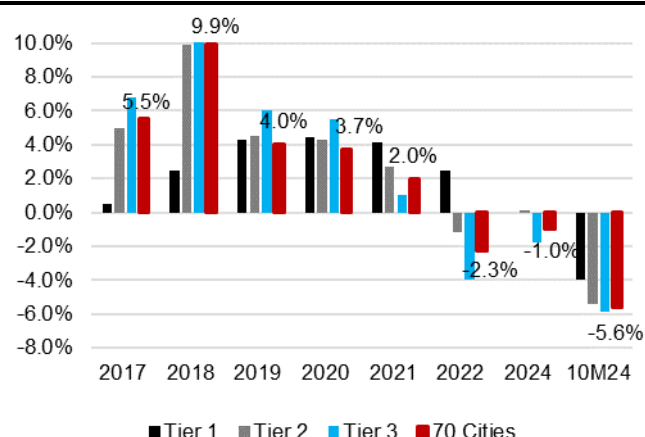
资料来源: 国家统计局, 招银国际环球市场

图 14: 70 城新房价格走势



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

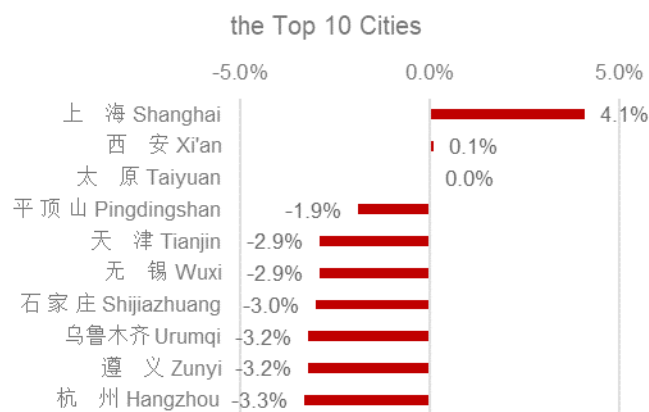
图 15: 70 城新房价格涨跌幅 - 年度



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

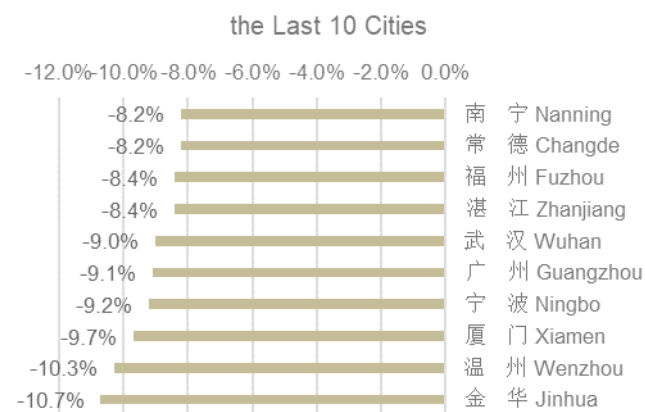
从城市表现来看，2024 年 1-10 月，新建商品住宅价格累计表现最好的 10 个城市如下图所示，其中仅上海、西安录得正增长，太原持平，其余城市均表现出负增长。表现排在末尾的 10 个城市中跌幅在 8-11% 之间，其中长三角占三城，两广地区占三城，福建省独占两城。

图 16: 新建商品住宅价格累计涨幅前十 (24 年 1-10 月)



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 17: 新建商品住宅价格累计跌后十 (24 年 1-10 月)

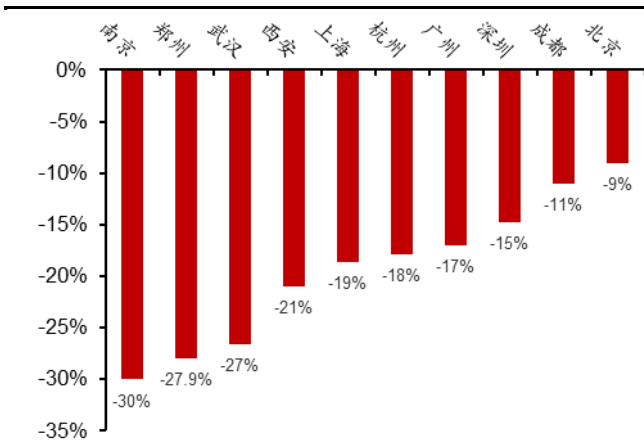


资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

■ 二手房持续以价换量

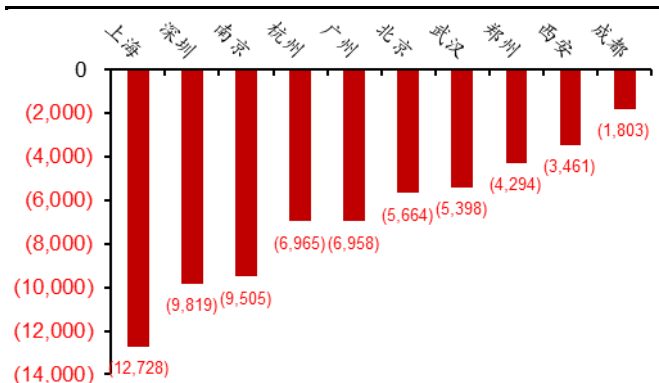
根据我们从房天下获取的数据可观察到，二手房成交价格自 2021 年 8 月以来维持下行态势已 3 年有余，目前未现企稳信号。截至 2024 年 11 月，我们跟踪的 10 个重点城市二手房成交价格自前峰值（21 年 8 月）平均下跌 19%，其中下跌较深的城市包括南京、郑州、武汉，分别下跌 30%、28%、27%，一线城市上海、广州、深圳、北京分别下跌 19%、17%、15%、9%。从实际价格来看，上海、深圳、南京每平方米成交单价分别下降约 12,700 元、9,800 元、9,500 元。

图 18: 二手房成交价下跌百分比 (自前峰值至 24 年 11 月)



资料来源: 房天下, 招银国际环球市场

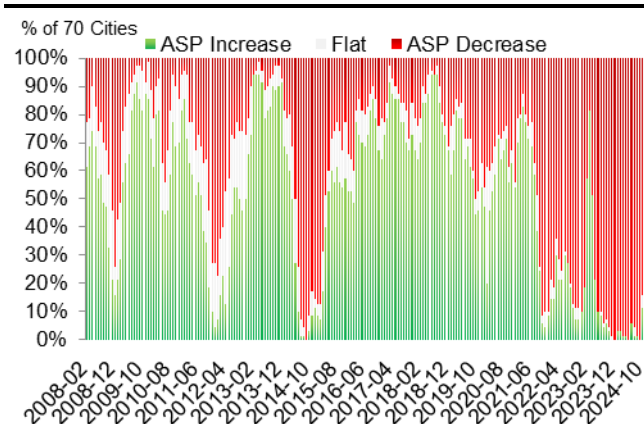
图 19: 二手房成交单价下跌金额 (自前峰值至 24 年 11 月)



资料来源: 房天下, 招银国际环球市场

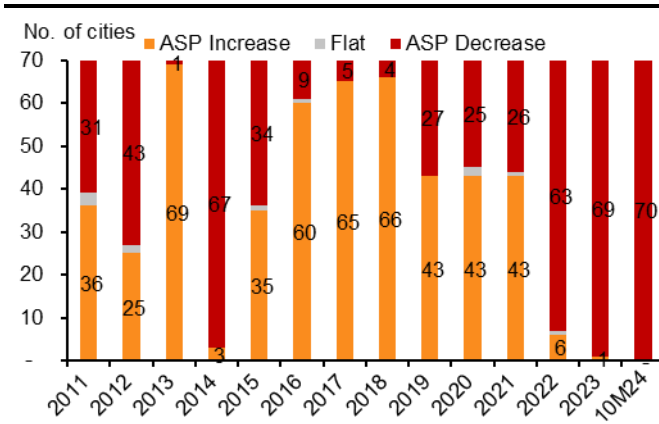
看年内表现, 全国整体二手房价格相较新房价格下跌更为明显。根据国家统计局数据, 2024 年 1-10 月, 共 70 个城市二手住宅价格累计下跌, 与 2023 年相当。70 城整体二手住宅价格年内累计下跌 7.7%, 较 2023 年全年累计的-4.2%继续扩大。一线、二线、三线城市 10M24 累计跌幅-7.4%、-7.6%、-7.7%, 均较 2023 年全年跌幅明显扩大。

图 20: 70 城二手住宅价格环比涨跌城市数量占比



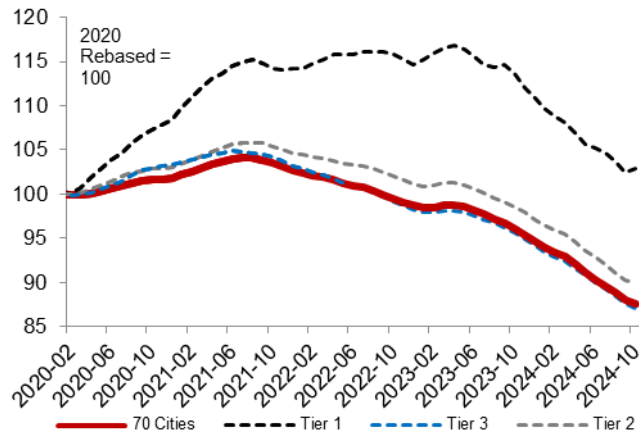
资料来源: 国家统计局, 招银国际环球市场

图 21: 70 城二手价格年度涨跌数量



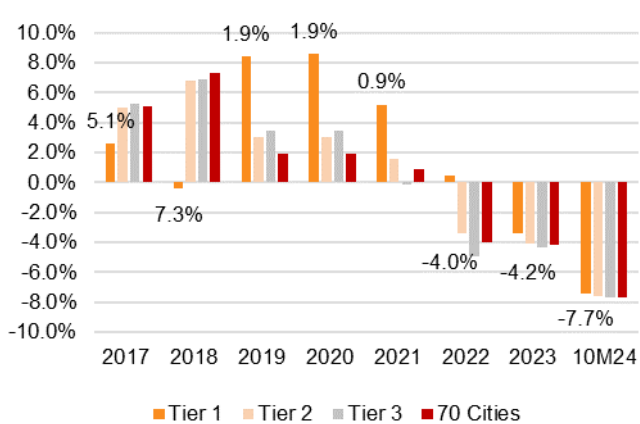
资料来源: 国家统计局, 招银国际环球市场

图 22: 70 城二手住宅价格走势



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

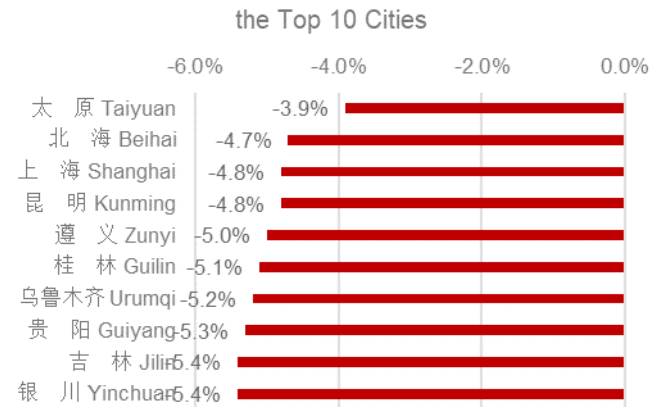
图 23: 70 城二手住宅价格涨跌幅 - 年度



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

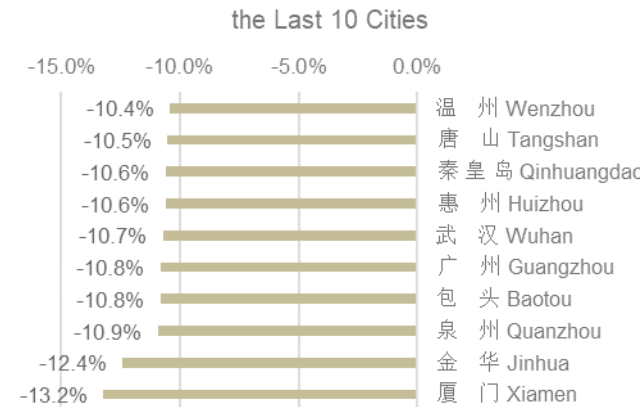
从城市表现来看，2024 年 1-10 月，二手住宅价格累计表现排名前 10 的城市如下图所示，太原在 70 城中表现最好，仅下跌 3.9%。跌幅最大的城市中，福建两城、浙江两城、广东两城、河北两城。

图 24: 二手住宅价格累计表现前十 (24 年 1-10 月)



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 25: 二手住宅价格累计跌幅前十 (24 年 1-10 月)



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

■ 少许城市环比止跌

从单月数据观察发现，在 924 政策组合的刺激下，交易量大幅提振带来部分城市房价月环比止跌，2024 年 10 月，70 大中城市中有 8 个城市二手住宅价格环比止跌，为去年 5 月以来最多的月份。主要包括北京、杭州、深圳、重庆、成都、上海、武汉。

图 26: 70 城二手住宅价格环比变化 – 2024 年 10 月

Tier 1 一线	Tier 2 二线	Tier 3 三线	70 Cities 70城							
0.40%	-0.40%	-0.60%	-0.50%							
Beijing 北 京	Tianjin 天 津	Shijiazhuang 石 家 庄	Taiyuan 太 原	Hohhot 呼 和 浩 特	Shenyang 沈 阳	Dalian 大 连	Changchun 长 春	Harbin 哈 尔 滨	Shanghai 上 海	
1.00%	-0.30%	-0.60%	-0.70%	-1.20%	0.00%	-1.00%	-0.50%	-0.70%	0.20%	
Nanjing 南 京	Hangzhou 杭 州	Ningbo 宁 波	Hefei 合 肥	Fuzhou 福 州	Xiamen 厦 门	Nanchang 南 昌	Jinan 济 南	Qingdao 青 岛	Zhengzhou 郑 州	
-0.40%	0.80%	-0.20%	-0.70%	0.00%	0.10%	-0.30%	-0.80%	-0.50%	-0.80%	
Wuhan 武 汉	Changsha 长 沙	Guangzhou 广 州	Shenzhen 深 圳	Nanning 南 宁	Haikou 海 口	Chongqing 重 庆	Chengdu 成 都	Guiyang 贵 阳	Kunming 昆 明	
0.10%	-0.50%	-0.40%	0.70%	-1.00%	-0.40%	0.50%	0.40%	-0.50%	-1.00%	
Xi'an 西 安	Lanzhou 兰 州	Xining 西 宁	Yinchuan 银 川	Urumqi 乌 鲁 木 齐	Tangshan 唐 山	Jinhuangdao 秦 皇 岛	Baotou 包 头	Dandong 丹 东	Jinzhou 锦 州	
-0.90%	-1.40%	-0.40%	-0.20%	-0.50%	-1.10%	-1.20%	-1.30%	-1.50%	-1.00%	
Jilin 吉 林	Mudanjiang 牡 丹 江	Wuxi 无 锡	Yangzhou 扬 州	Xuzhou 徐 州	Wenzhou 温 州	Jinhua 金 华	Bengbu 蚌 埠	Anqing 安 庆	Quanzhou 泉 州	
-0.70%	-0.40%	0.00%	-0.30%	-0.50%	-0.50%	-0.60%	-0.20%	-0.30%	-1.20%	
Jiujiang 九 江	Ganzhou 赣 州	Yantai 烟 台	Jining 济 宁	Luoyang 洛 阳	Pingdingshai 平 顶 山	Yichang 宜 昌	Xiangfan 襄 阳	Yueyang 岳 阳	Changde 常 德	
-0.60%	-0.30%	-0.30%	-0.10%	-0.60%	-0.30%	-1.30%	-1.00%	-0.80%	-0.50%	
Huizhou 惠 州	Zhanjiang 湛 江	Shaoguan 韶 关	Guilin 桂 林	Beihai 北 海	Sanya 三 亚	Luzhou 泸 州	Nanchong 南 充	Zunyi 遵 义	Dali 大 理	
-0.60%	-0.40%	-0.40%	-0.40%	-0.20%	-0.80%	-1.00%	-0.20%	-0.50%	-0.70%	

资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

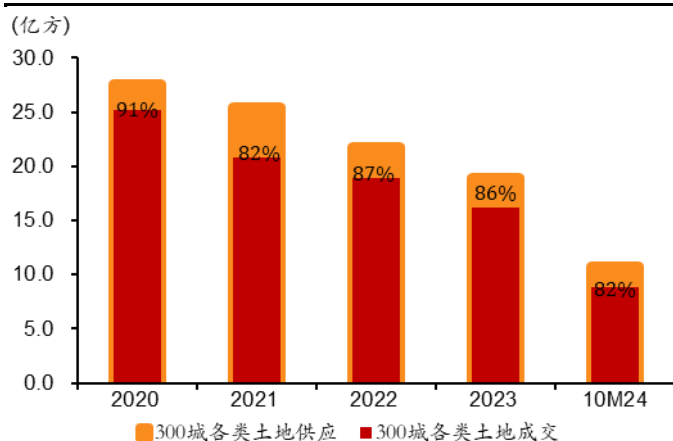
供给：土地供应缩量加速，头部房企拿地锐减

土地供应量价齐缩，住宅类占比持续走低

■ 土地供应缩量，住宅类土地成交率明显降低

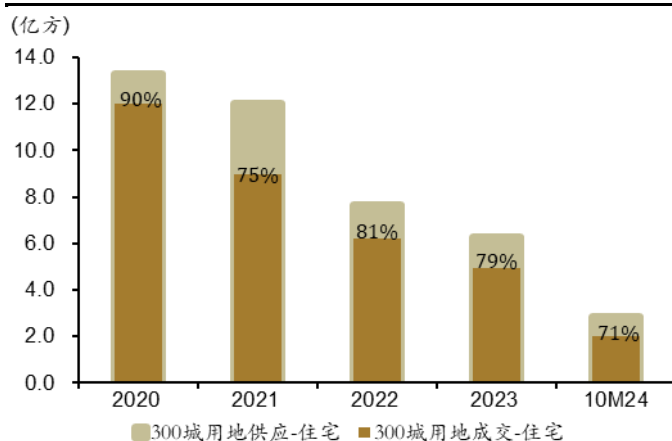
2024 年 1-10 月，300 城推出各类用地 10.7 亿平米，仅达到去年全年的 57%，同比下降 20%，降幅较去年的 12.9% 显著扩大，供应缩量有所加速。成交建面 8.8 亿平米，仅达去年全年的 54%，同比下降 16%，较去年全年的 14.3% 有所扩大，成交率自去年全年的 86% 下跌到 82%。住宅类用地 1-10 月供应 2.8 亿平米，仅为去年全年的 45%，同比下降 33%（2023 全年降幅-18%）；成交建面 2.0 亿平米，仅为去年全年的 41%，同比下降 31%（2023 年全年-20%），成交率自去年全年的 79% 下降至 10M24 的 71%，远低于商办类供地的成交率 78%，在销售情绪低迷的背景下，开发商信心持续走弱。

图 27：各类土地供应、成交面积及成交百分比



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 28：住宅类土地供应、成交面积及成交百分比

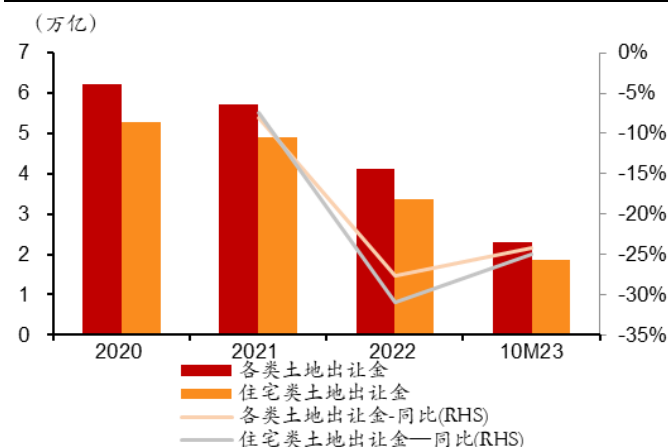


资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

■ 住宅类供应占比进一步降低，楼面价转跌反映信心持续走弱

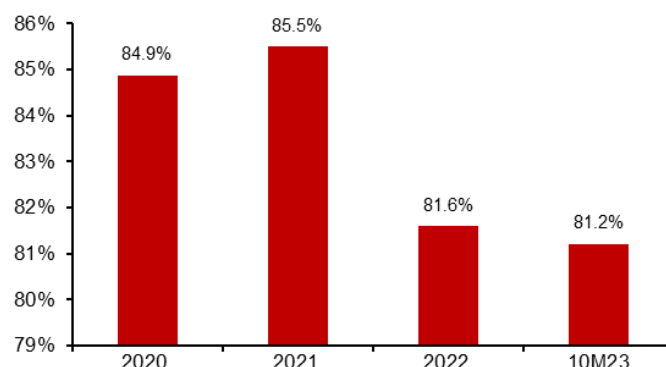
各类供地建面中住宅类土地占比由 2023 年全年的 33% 大幅降低至 10M24 的 26%，成交建面中，住宅类占比也由去年全年的 31% 降至 10M24 的 23%。土地出让金方面，10M24 各类土地出让金达 1.6 万亿，同比降幅自 23 年全年的 -14% 扩大至 -34%，住宅类土地出让金 1.16 万亿，同比降幅自 23 年的 -15% 扩大至 -40%，住宅类出让金占比较去年全年显著降低，由 2023 年的 80.7% 降至 10M24 的 72.9%。出让金降幅整体大于成交建面降幅反映土地成交楼面均价下降明显，10M24 各类土地成交楼面价同比下降 16% 至 1792 元/平米，住宅类土地楼面价同比下降 13% 至 5832 元/平米，自 21 年以来首次转跌，主要由于 1) 购房情绪低迷，销售流速承压，房企资金面仍存在多重压力，对未来信心持续走弱，故投资态度愈发审慎；2) 2023 年各地城投的参与一定程度上推高了地价，销售市场并未恢复，部分城投的能力不足以支撑其持续在土地市场继续活跃，故该影响在 2024 年逐渐消退。

图 29: 土地出让金及同比变化



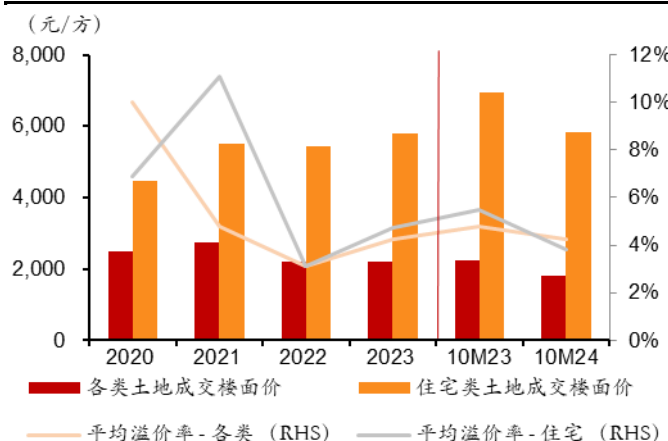
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 30: 住宅类土地出让金占比



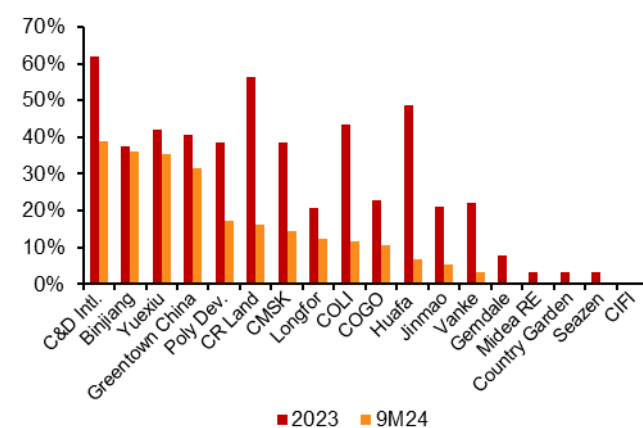
资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 31: 土地成交楼面价



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场

图 32: 重点企业 9M24 拿地强度



资料来源：国家统计局，公司资料，招银国际环球市场

重点企业拿地强度锐减

从我们关注的 18 家重点企业拿地强度来看，各家 2024 年前三季度拿地强度明显较 2023 全年锐减，平均拿地销售比自 2023 年的 28% 降至 9M24 的 13%。头部房企中滨江、越秀、绿城等强度降幅最小。拿地强度的锐减意味着 25 年优质可售资源的锐减。

政策：宽松力度加码，效果持续性有待观察

2024 年在行业销售及投融资全面下行的背景下，房地产相关政策密集出台，重要拐点为 4 月政治局会议提出统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，自 2016 年以来首次在该级别会议中出现去库存相关表述。随后央行跟进宽松政策，提出将首套/二套房最低首付比例降低 5 个百分点至 15%/25%、将个人住房公积金贷款利率下调 0.25% 个百分点，并取消全国层面首套、二套房商业性个人住房贷款利率下限。517 系列政策对 6 月一二手房销售有显著的提振，但随着 7-8 月进入销售淡季，政策效果未得以延续。经过 2 个月的销售低迷，各部门在 9-10 月再次出台系列政策，包括央行调降存量房贷利率，住建部宣布新增城中村改造、危旧房改造套数，扩大白名单规模等。11 月财政部也给出重磅宽松政策——调降契税、下调开发商土增税，并扩大增值税优惠范围等。以上措施对 3 季度末 4 季度初的一二手房销售带来有效提振，且提振效果的可持续性显著拉长。我们认为在经济恢复节奏较为缓慢的背景下，居民收入预期依然较弱，购房信心仍然较低，叠加部分政策落实难度较大导致市场对政策信任度仍有待提高，政策刺激效果的可持续性依然有待观察。

图 33: 2024 年重要政策及重点事件

时间	类型	主体	重要政策/重点事件
2024-01	融资端	央行	央行等提出放松经营性物业贷款发放条件
2024-01	需求端	住建部	2024 年 1 月：住建部提出赋予城市房地产调控自主权
2024-01	融资端	金融监管总局	2024 年 1 月：金融监管总局提出加快筛选房地产项目“白名单”
2024-02	需求端	央行	2024 年 2 月：央行调降 5 年期 LPR 25 个基点
2024-04	供给端	国务院	2024 年 4 月：中央政治局会议提出要统筹研究消化存量房和优化增量住房的政策措施，再提“去库存”
2024-05	供给端	央行	2024 年 5 月：央行提出设立保障房再贷款 3000 亿，用于收购已建未出售商品房
2024-05	需求端	央行	2024 年 4 月：央行提出降首付比、公积金贷款利率，取消住房贷款利率下限： 1. 取消全国层面首套住房和二套房商业性个人住房贷款利率政策下限； 2. 首套和二套房商业性个人贷款最低首付比降至 15% 和 25%（此前为 20% 和 30%） 3. 下调个人住房住房公积金贷款利率 0.25 个百分点。
2024-05	需求端	地方	2024 年 5 月：北京宣布 5 月 18 日起下调个人住房公积金贷款利率 0.25 个百分点
2024-05	需求端	地方	2024 年 5 月：广州调整首套房首付比例至不低于 15%，取消利率下限；二套房首付比例至不低于 25%，取消利率下限。
2024-05	需求端	地方	2024 年 5 月：深圳将首套房最低首付比例由 30% 调整至 20%，商贷利率下限由 LPR-10 调整至 LPR-45；二套房最低首付比例由 40% 调整至 30%，商贷利率下限由 LPR+30BP 调整至 LPR-5BP。
2024-05	需求端	地方	2024 年 5 月：杭州、西安等城市全面取消限购
2024-07	需求端	央行	2024 年 7 月：央行调降 1 年期和 5 年期 LPR 10 个基点
2024-07	需求端	地方	2024 年 7 月：部分城市调整公积金贷款额度、公积金贷款利率、公积金提取规则等
2024-09	供给端	央行	1. 调整存量房贷利率至新发房贷利率附近，预计平均降幅为 0.5 个百分点； 2. 将全国层面二套房最低首付比由 25% 下调至 15%，统一首套房和二套房首付比； 3. 央行 3000 亿保障房再贷款资金支持比例由 60% 提高至 100%
2024-10	需求端	住建部	2024 年 10 月 17 日：住建部提出降低公积金贷款利率 0.25 个百分点，并降低换购住房税费负担
2024-10	需求端	住建部	住建部新闻发布会宣布：城中村改造、危旧房改造新增 100 万套，采取货币化安置。（调查显示 35 大中城市城中村改造需求 170 万套、危旧房改造需求 50 万套）
2024-10	融资端	住建部	住建部新闻发布会宣布：年底前白名单信贷规模增加到 4 万亿。将所有房地产合格的项目都争取纳入（所有住房项目均纳入白名单便于管理）1
2024-10	需求端	央行	2024 年 10 月：央行调降 5 年期 LPR 25 个基点
2024-11	需求端	财政部	财政部 11 月 13 日宣布契税优惠门槛从 90 平提高到 140 平，北上广深纳入范围。今后全国范围内，买房不论首套二套，只要面积不超过 140 平统一按 1% 的税率缴纳契税
2024-11	供给端	财政部	财政部宣布开发商土增税预征率下限下调 - 2024 年 12 月 1 日起执行
2024-11	需求端	财政部	财政部宣布全国统一增值税标准，出售购买了 2 年以上住房免征增值税
2024-11	需求端	地方	一线城市取消普通住宅和非普通住宅标准

资料来源：中指院，招银国际环球市场

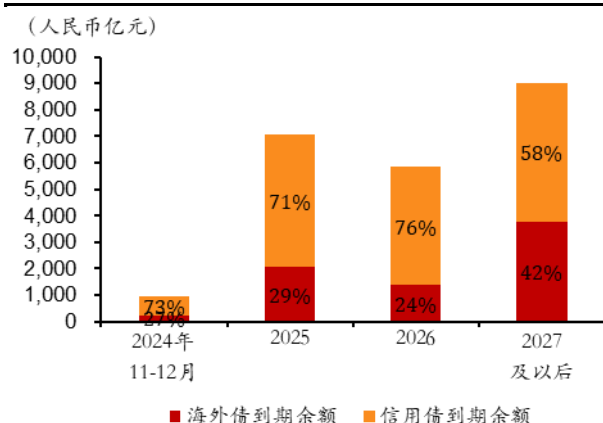
融资：海外债持续缩量，民企占比继续降低

■ 海外债规模收缩，民企到期压力继续后延

房企仍然面临较大的债务压力。根据中指院数据，153 家样本房企年内（11-12 月）到期债务约 250 亿元，其中海外债占比 27%，境内信用债占比 73%。与 2024 年相比，2025 年的总到期规模相若，仍达 7000 亿之多，2026 年会迎来规模的大幅削减，约 5800 亿元，其中海外债到期从 2023 的 1/3 左右降低至 2025、26 年的 29%、24%，主要由于近年房企信用风险逐步增加，发行海外债难度较大。

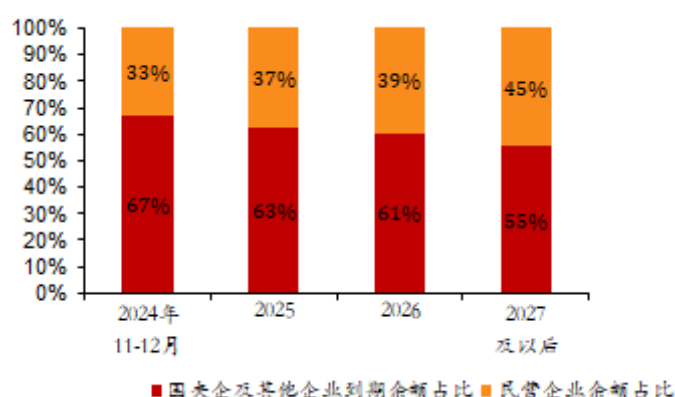
从企业性质来看，2025 年到期债务中属于国央企及混合所有制企业的占比自 24 年 50% 左右提升至 63%，属于民营企业的余额占比则降至 37%，主要由于民营房企融资难度较国央企更大。同时看到民营企业的占比将在 26 年、27 年及以后回到 45% 左右的水平，主要由于大量民企债务大量展期。

图 34：样本房企债务到期余额及海内外占比



资料来源：中指院，招银国际环球市场

图 35：样本房企债务到期分企业性质占比



资料来源：中指院，招银国际环球市场

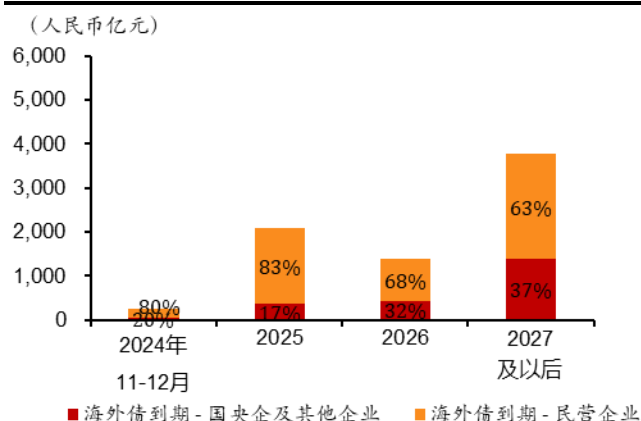
■ 海外债缩量，民企压力 25 年来自海外债，26 年来自境内债

年内到期的海外债余额中，80% 来自民营企业，2025、2026 年有 83%、68% 来自民营企业，由于国央企在境内融资渠道较通畅，发行海外债需求相对较低。26 年民企占比也大幅降低主要由于国央企海外债到期规模保持稳定，而民企该年份海外债规模骤降 45%。

年内到期的境内信用债余额中，来自国央企及混合所有制的占比为 84%，2025、2026 年占比为 81%、69%；该比例较高原因来自于民营企业近年信用受损严重，其在境内再融资所面临的困难较大。

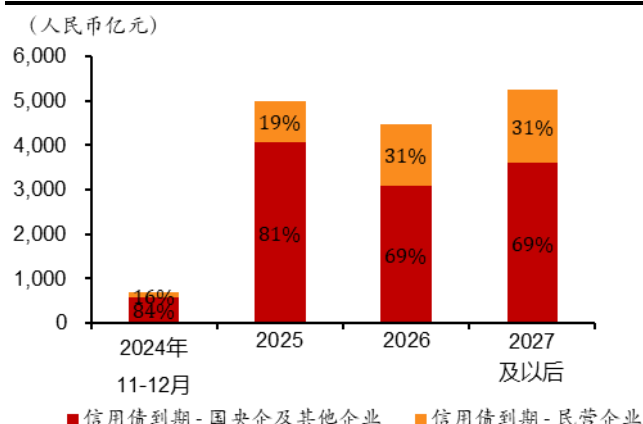
总体来看，民营企业在 25 年主要压力来自海外债，26 年压力则转向境内债。国央企和混合所有制的到期压力则主要在境内债。

图 36: 海外债到期



资料来源：中指院，招银国际环球市场

图 37: 信用债到期

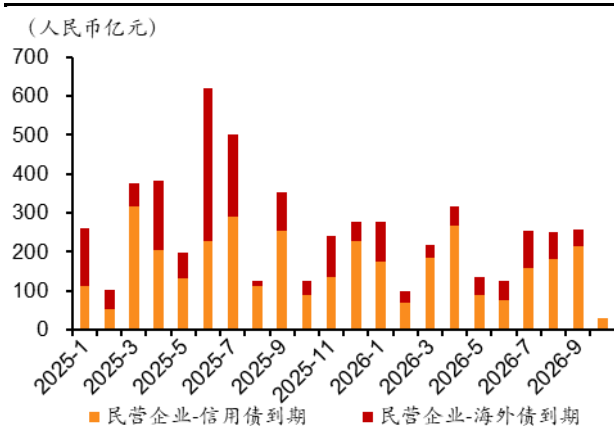


资料来源：中指院，招银国际环球市场

■ 民企 2Q25 再迎偿债高峰

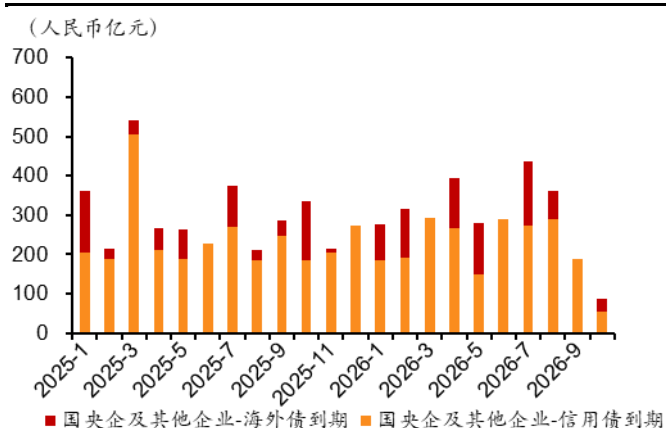
根据中指院提供的样本企业数据，民营企业 2025 年仍将面临一些偿债压力（尤其海外债方面），其债务到期较高的月份主要集中在 3-4 月及 6-7 月；国有企业及混合所有制企业除了在 25 年 1 月及 3 月有较多到期债务外，其余月份到期分布相对均匀，我们看到近期国企采用多种手段积极融资系为明年 1 季度到期债务做一定准备。对于民营企业而言，若 25 年 2-3 季度销售回款节奏显著慢于预期，且没有更进一步的融资支持，可能会出现更多展期或违约等事件。

图 38: 民营房企债务到期月度分布



资料来源：中指院，招银国际环球市场

图 39: 国企及混合所有制企业债务到期月度分布



资料来源：中指院，招银国际环球市场

展望

新房销售：24 年翘尾，25 年缩量

■ 24 年末销售翘尾有望

如上文所述，924 政策包对新房销售的提振幅度、可持续性超出预期，虽未带动投资需求，但对原本被抑制的刚性购房需求释放有较好刺激效果，更符合行业长期健康发展的目标；同时二手房市场换手率显著提高释放了一定改善型需求；在政策效果持续叠加开发商年末集中推盘、集中网签等因素的影响下，12 月或将维持 11 月的翘尾趋势，并可能达到单月同比回正。综上，我们估计 2024 年商品房住宅销售面积下降约 15%至 8.02 亿平米。价格方面，年初至今跌幅在 5%左右，我们预计全年维持该跌幅，故预计 2024 年商品房销售额下降约 20%至 8.26 万亿元。

图 40: 房地产销售预测

销售额 (万亿)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新房	10.96	10.30	8.26	7.37	7.13
同比	-33%	-6%	-20%	-11%	-3%
二手房	5.50	7.10	7.14	7.51	7.81
同比	-21%	29%	1%	5%	4%
一二手综合	16.46	17.40	15.40	14.88	14.94
同比	-29%	6%	-11%	-3%	0%
销售量 (亿方)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新房	10.33	9.48	8.02	7.42	7.26
同比	-34%	-8%	-15%	-7%	-2%
二手房	3.84	5.59	6.62	7.33	7.78
同比	-21%	46%	18%	11%	6%
一二手综合	14.17	15.07	14.64	14.75	15.03
同比	-29%	6%	-3%	1%	2%
销售均价 (元每方)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
新房	10,610	10,864	10,298	9,924	9,826
同比	2%	2%	-5%	-4%	-1%
二手房	14,328	12,698	10,794	10,254	10,049
同比	n.a.	-11%	-15%	-5%	-2%
一二手综合	11,617	11,545	10,522	10,088	9,941
同比	n.a.	-1%	-9%	-4%	-1%

资料来源：国家统计局，贝壳，招银国际环球市场预测

■ 预计 2025 年新房继续缩量

展望 2025 年，我们预计：1) 已经出台的全方位宽松政策组合的效果余温可能延续至春节后。2) 诸多支持政策正在落地途中，可能接下来一个阶段将进入效果观察期，故我们认为短时间内继续出台针对房地产层面的重磅宽松政策（如一线城市解开限购等）的可能性较小。3) 由于宏观经济恢复节奏依然较缓慢，根据 CMBI 宏观团队预估，央行明年可能两次下调法定存款准备金率共 0.5 个百分点，一次下调政策利率，两次下调存款利率，1 年和 5 年 LPR 分别下调 10 和 20 个基点。但我们认为这对购房需求的刺激效果与 2024 年相比可能边际减弱。4) 如我们在“融资”部分所述，由于销售流速仍然较缓且可能难以恢复至高点水平，所以开发商在 2025 年债务规模与 24 年相当的背景下均面临一定的流动性压力，尤其民营企业，在融资环境没有实际改善的情况下可能继续出现展期或违约，这将加重购房者对新房的交付质量担忧和烂尾担忧，同时相关负面消息可能会一定程度拖累新房购买情绪，导致需求向二手房转移。5) 如我们在“供应”章节所述，24 年住宅土地成交规模降幅扩大至 30%左右，供应量加速缩减；重点房企 9M24 拿地强度仅达

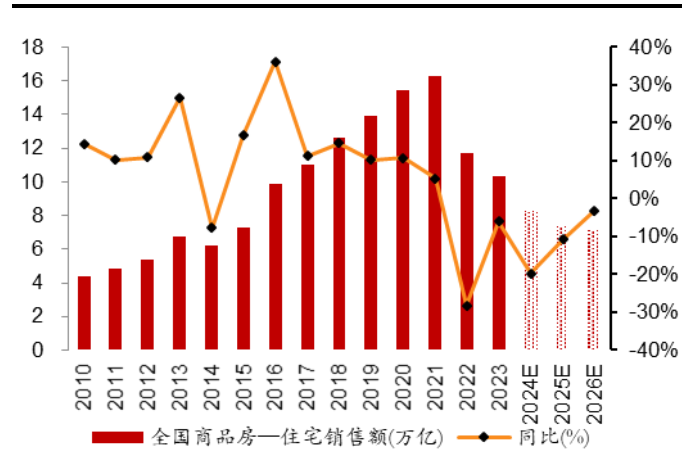
到 2023 全年的 46%左右，相比多年累计的库存，新成交地块才是市场的优质可售资源，故市场在 2025 年可能面临更少的优质可售资源供应。6) 同时政府/国央企收购库存转化为保障房的推进可能仍需要一定时间，故我们认为其对 2025E 的销售影响可忽略不计。7) 以深圳等城市为首，各重点城市推出的配售型保障房可能对新房需求有一定吸收，从目前已公开的规划来看，我们预计该举措合计对销售额的负面影响可能在 0.5%之内。基于以上背景，我们预估 2025 年全年新房销售面积（商品房住宅）同比下降 7%至 7.4 亿平米，销售额同比下降 11%至 7.4 万亿元，对应单价同比下跌 4%。此为我们的中性预估。我们的乐观及悲观预期及其假设请见图 41。

图 41: 2025 年房地产销售分情景预测

人民币 (万亿)	乐观	中性	悲观
新房	7.78	7.37	6.96
同比	-6%	-11%	-16%
二手房	7.86	7.51	7.14
同比	10%	5%	0%
一二手综合	15.63	14.88	14.11
同比	1%	-3%	-8%
假设	乐观	中性	悲观
已出台需求端宽松政策:	效果余温延续至一季度末	效果余温延续至春节后	效果于春节前消退
需求端政策:	有一线城市跟进解除限购	不继续出台重磅宽松政策	不继续出台重磅宽松政策
货币政策:	降息降准对需求有一定刺激效果	降息降准对需求刺激效果较 24 年边际减弱	降息降准对需求刺激效果不显著
配售型保障房分流需求:	对全年销售影响忽略不计	对全年销售额影响在 0.5%之内	对全年销售额影响在 0.5%之上
收储对销售贡献:	收储有一定进展，对 25 年销售有 5%的贡献	收储工作推进仍需时间，对销售的影响可忽略不计	收储工作推进仍需时间，对销售的影响可忽略不计
新房交付质量担忧导致需求转移:	需求转移部分较小，可忽略不计	需求转移比例较 24 年更多	需求转移影响 25 年新房全国销售额 5%以上
开发商 24 年拿地强度锐减:	对全年新房销售的影响在 5%以内	对全年新房销售的影响达 10%	对全年新房销售的影响达超过 15%

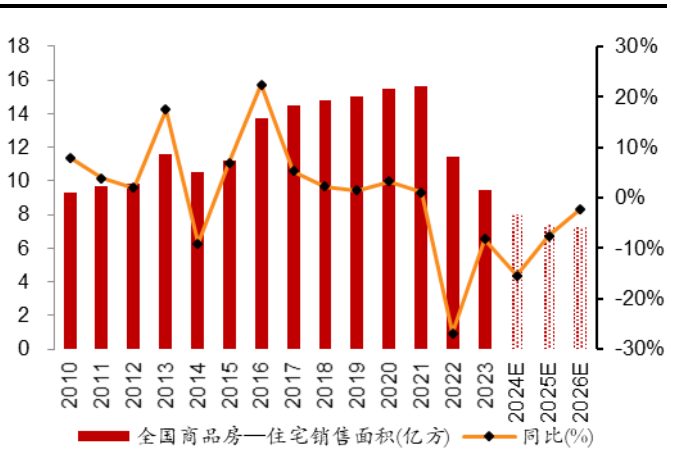
资料来源：国家统计局，贝壳，招银国际环球市场预测

图 42: 商品房住宅销售额预估



资料来源：国家统计局，招银国际环球市场预测

图 43: 商品房住宅销售面积预估

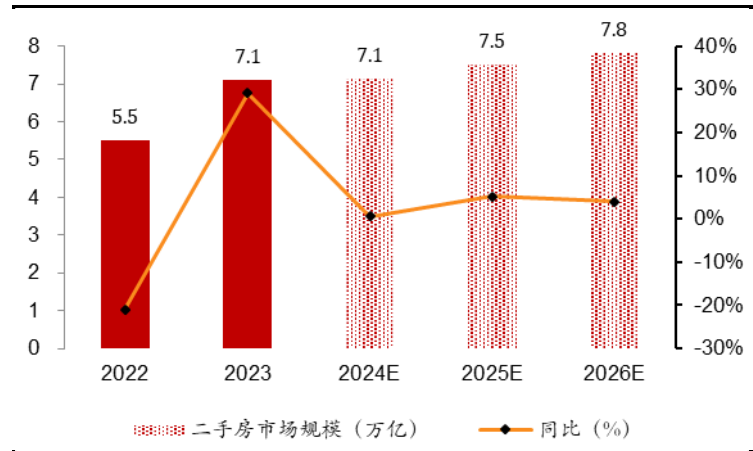


资料来源：国家统计局，招银国际环球市场预测

二手房成交：将于 25 年超越新房销售成为主导市场

根据年初至今二手房的稳健表现，我们预估 2024 年全年销售额与 2023 年几乎持平，微增 1%至 7.1 万亿元，对应房价同比下跌 15%，销售面积同比增加 11%。展望 2025 年，我们认为 1) 各项政策的效果仍在持续显现，二手房换手率在刺激提升后会释放部分卖旧买新持续支持成交,故政策效果在存量市场的效果持续性更长。2) 如上文所述，购房者对新房的交付质量担忧以及烂尾担忧可能继续蔓延，并继续将部分需求从新房转移至二手房；3) 二手房挂牌量持续攀升，购房者选择更多使换手率自然提高对成交量形成一定支撑。综上，我们预估二手房换手率 2025、2026 年提高 0.1%、0.05%个百分点，对应市场规模同比增加 5%、4%至 7.5 万亿、7.8 万亿元，反映二手房价下跌 5%、4%，销售面积同比增加 11%、6%。相较于我们预估的 25 年 7.37 万亿元的新房市场规模，二手房规模将于 25 年首次超越新房成为主导市场。

图 44: 二手房市场规模



资料来源：贝壳，招银国际环球市场预测

房地产开发投资

图 45: 房地产主要指标预估

	2025E	YoY	2024E	YoY	2023	YoY	备注
商品房销售面积（百万方）	885	-7%	956	-14%	1,117	-9%	土地供应持续缩量，新房价格微跌
商品房销售额（十亿）	8,389	-11%	9,408	-19%	11,662	-7%	
新开工面积（百万方）	646	-12%	734	-23%	954	-20%	随销售继续下行
竣工面积（百万方）	735	-8%	799	-20%	998	17%	白名单扩容，化债措施正向影响竣工
房地产开发投资（十亿）	901	-9%	994	-10%	1,109	-10%	新开工、竣工面积及土地购置均继续下行，但幅度较小

资料来源：国家统计局，招银国际环球市场预测

■ 新开工面积

截至 2024 年 10 月，新开工面积同比下降 23%，在目前销售仅现初步恢复、可持续性有待观察、开发商仍有偿债压力、融资端支持有待进一步落地的背景下，开发商流动性仍然存在一些挑战。但考虑到 24 年城投兜底拿地比例较 23 年更少，售出地块中可开发可售的比例相应提升，我们预估 2024 年、2025 年新开工面积变化分别为同比-23%、-12%。

■ 竣工面积

截至 2024 年 10 月，竣工面积同比降 24%，考虑到 11、12 月是传统完工大月，通常 11 月能完成平常月份的 2 倍，12 月则完成平常月份均值的 5-6 倍左右，同时考虑白名单支持继续为“保交楼”形成支持，我们预估 2024 年全年竣工面积降幅约为 20%。展望 2025 年，白名单扩容可能会为竣工提供一定支持，同时化债措施可能对完工产生积极影响，预估 2025 年竣工面积同比降 8%。

■ 房地产开发投资

截至 2024 年 10 月，房地产开发投资增速为-10.3%，我们预估全年降幅维持在该水平。展望 2025 年，从其构成考虑，由于新开工面积增速降幅收窄，与新开工面积走势接近的构成部分在投资开发中比例也逐渐缩小，而在白名单扩容和化债措施的积极影响下，完工面积降幅也收窄；土地购置方面量价齐缩，且降幅可能大于开工及完工，故我们估计土地购置费用在开发投资中占比继续降低。通过以上各项占比变化及其各自的增速变化，我们预估房地产开发投资在 2024、2025 年的增速分别为-10%、-9%。

板块表现

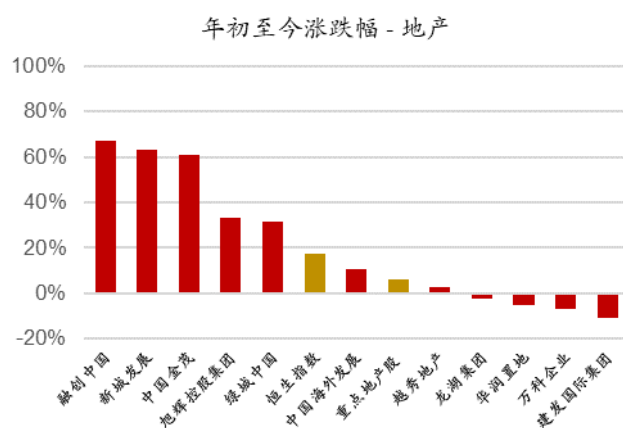
年初至今，我们关注的重点地产标的（14 个）平均涨幅为 6.1%，重点物业标的（11 个）平均涨幅为 19.5%，仅物业股跑赢恒生指数（+17.6%）约 2 个点。个股方面，地产股方面表现较好的主要为“困境反转概念”以及“风险释放充分业绩有望见底回升”的标的。物业股方面表现较好的主要为“三方拓展能力突出”以及“母公司风险缓释”的标的。

图 46: 地产业股 vs. 恒生指数



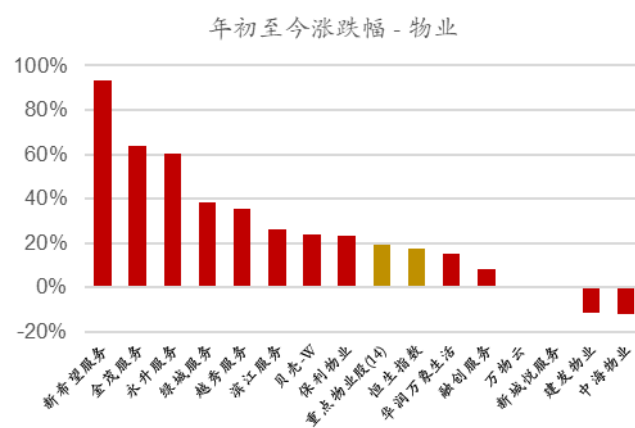
资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 47: 港股重点地产股涨跌幅



资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

图 48: 港股重点物业股涨跌幅

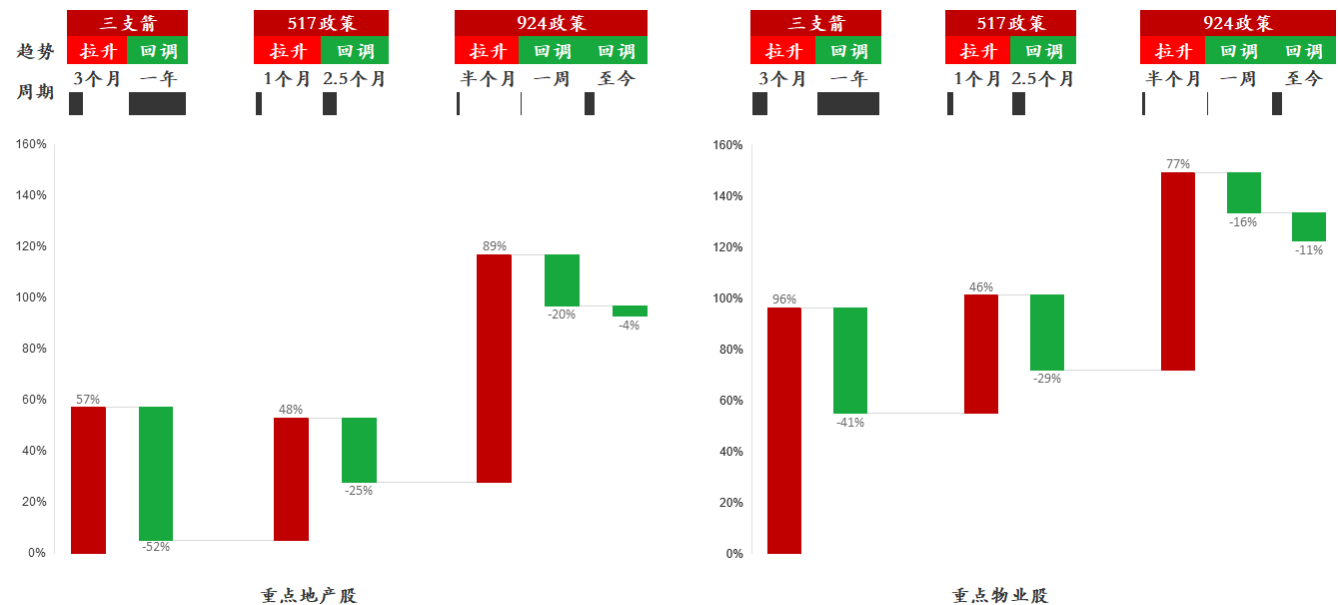


资料来源: Wind, 招银国际环球市场预测

年内出现两次由政策推动的估值修复窗口，我们看到自 22 年末以来一共有三次类似的窗口，分别为三支箭（2022 年 10 月），517 政策包（2024 年 5 月），924 政策包（2024 年 9 月），三次窗口股价变动周期和重点公司拉升回调幅度如图 49 所示，我们可以观察到 1) 股价上涨周期逐渐缩短，从三支箭的 3 个月，到 517 的 1 个月，到 924 的半个月；回调周期也迅速缩短，从三支箭期间的一年，缩短至 517 的 2.5 个月及 924 的一周左右。虽然这与政策力度有一定关系，但我们认为更多的是反映市场对行业的长期信心。市场逐步

接受行业长期将走向健康发展的道路，不论客观条件还是主观意愿都不再支持其重回之前周期的高增长态势。2) 虽然基于以上原因三次波动更多由情绪和资金面推动，但板块的估值还是得到一定的修复，我们看到每个窗口的回调幅度并没有完全大过涨幅，主要由于虽然政策对行业深层次的修复作用传导到基本面所需的时间较长这点已形成共识，但每一次组合政策的出台都会一定程度缩短行业见底所需的时间。

图 49: 三次政策密集出台阶段板块表现



资料来源: Wind, 招银国际环球市场 (截至 2024 年 12 月 4 日)

投资建议

需求端政策持续加码，但其对基本面的提振效果仍然呈边际递减趋势，收储等政策大规模落地仍存在较多难点，供给端持续缩量带来新房规模继续收缩的背景下，行业基本面见底信号并不清晰，所以我们建议：

- 1) 关注商业资产运营能力较强的标的如华润置地、新城发展、龙湖集团等，在开发持续缩量背景下，零售业务不至于坍塌，故具备抵御风险能力。经济企稳回暖时零售业务较开发业务率先受益。同时在当前融资环境下零售资产是相对更容易获得增量融资。
- 2) 关注存量市场发展受益者。交易角度，我们预计存量市场成交额将于 25 年首次超过新房销售额，成为房地产市场主导。贝壳作为绝对龙头将长期受益于二手房换手率提升。从服务角度，物业管理的商业逻辑是可收费面积永续，是存量市场的长期受益者。建议关注如华润万象生活 (1209 HK)、绿城服务 (2869 HK)、保利物业 (6049 HK)、滨江服务(3316 HK)、万物云(2602 HK)等。
- 3) 开发商方面，建议关注持续获得优质可售资源标的如拿低强度和拿地质量双优的企业。
- 4) 短期也可关注信用修复取得较大转折的房企。

风险

宏观经济下行幅度超预期、政策效果可持续性继续缩短。

估值

图 50: 估值对比 - 开发商

公司	证券代码	收盘价	总市值	市盈率 (x)			市净率 (x)			净利润增速(%)			派息比例	股息率	
		(交易币种)		24E	25E	26E	24E	25E	26E	24E	25E	26E		23A	24E
华润置地	1109.HK	23.40	21,439	5.3 x	5.2 x	4.8 x	0.5 x	0.5 x	0.5 x	(8.0)	3.3	7.1	33%	6.8%	6.3%
中国海外发展	0688.HK	13.54	19,040	5.6 x	5.3 x	5.0 x	0.3 x	0.3 x	0.3 x	(4.2)	4.7	6.0	31%	5.9%	5.6%
保利发展	600048.SH	10.15	16,911	10.5 x	9.9 x	9.2 x	0.6 x	0.6 x	0.5 x	(4.1)	6.2	7.8	41%	4.0%	3.6%
招商蛇口	001979.SZ	11.37	14,339	17.3 x	15.8 x	13.7 x	0.9 x	0.9 x	0.8 x	(5.6)	9.1	15.6	49%	2.8%	2.5%
中国金茂	0817.HK	1.12	1,943	7.6 x	7.3 x	6.3 x	0.3 x	0.3 x	0.3 x	扭亏为盈	5.0	15.9	NA	NA	NA
万科企业	2202.HK	6.37	13,554	NA	NA	NA	0.3 x	0.3 x	0.3 x	转亏	NA	NA	NA	NA	NA
龙湖集团	0960.HK	10.84	9,593	6.1 x	5.9 x	5.6 x	0.4 x	0.4 x	0.4 x	(11.4)	2.2	6.6	26%	5.6%	4.7%
建发国际集团	1908.HK	12.82	3,323	5.0 x	4.5 x	4.1 x	0.7 x	0.6 x	0.5 x	(4.8)	9.5	10.2	45%	10.1%	8.7%
滨江集团	002244.SZ	9.30	4,027	10.6 x	9.2 x	8.4 x	1.0 x	1.0 x	0.9 x	8.4	14.9	9.5	11%	1.0%	1.6%
越秀地产	0123.HK	5.60	2,896	6.6 x	6.1 x	5.5 x	0.4 x	0.3 x	0.3 x	(0.3)	8.0	11.2	40%	6.8%	7.4%
华发股份	600325.SH	6.66	2,551	10.9 x	10.0 x	9.2 x	0.8 x	0.8 x	0.7 x	NA	NA	NA	NA	0.0%	4.2%
绿城中国	3900.HK	9.39	3,057	5.6 x	5.3 x	6.2 x	0.6 x	0.5 x	0.5 x	26.2	4.5	(13.9)	35%	5.0%	5.1%
美的置业	3990.HK	2.89	533	5.6 x	4.4 x	3.5 x	0.2 x	0.2 x	0.1 x	(25.5)	26.9	27.6	NA	NA	NA
中国海外宏洋集团	0081.HK	1.81	828	3.2 x	3.3 x	3.0 x	0.2 x	0.2 x	0.2 x	(20.4)	(2.5)	11.1	22%	9%	5%
新城控股	601155.SH	13.34	4,188	26.6 x	23.3 x	19.9 x	0.5 x	0.5 x	0.5 x	53.5	14.1	16.8	NA	0%	0%
平均				7.8 x	7.3 x	6.6 x	0.5 x	0.5 x	0.5 x	(1.8)	5.1	7.1	27%	4.1%	3.8%

资料来源: 公司资料, Wind, 招银国际环球市场预估 (截止 2024 年 12 月 6 日)

图 51: 估值对比 - 物业

公司	证券代码	收盘价	总市值 (美元,百万)	市盈率(x)			净利润增速(%)			派息比例	股息率	
		(交易币种)		24E	25E	26E	24E	25E	26E		23A	24E
华润万象生活	1209.HK	28.85	8,460	16.8 x	14.3 x	12.2 x	23.6	17.8	16.5	100%	4.9%	3.8%
万物云	2602.HK	21.20	3,191	12.6 x	11.0 x	9.8 x	(6.6)	13.8	12.6	66%	5.7%	6.3%
碧桂园服务	6098.HK	5.57	2,392	10.9 x	8.7 x	8.3 x	NA	24.5	5.7	NA	5.8%	5.5%
保利物业	6049.HK	32.00	2,275	10.5 x	9.4 x	8.4 x	12.9	11.9	11.3	40%	3.4%	3.6%
中海物业	2669.HK	5.27	2,224	10.1 x	8.8 x	7.7 x	17.3	15.3	14.9	31%	2.7%	3.0%
招商积余	001914.SZ	10.84	1,600	14.1 x	12.7 x	11.3 x	10.4	11.7	12.6	24%	1.6%	2.4%
绿城服务	2869.HK	3.65	1,484	14.5 x	12.3 x	10.7 x	21.4	18.0	15.2	72%	4.1%	4.3%
绿城管理控股	9979.HK	3.05	788	5.2 x	4.6 x	4.1 x	11.3	13.4	12.1	100%	18.0%	15.0%
融创服务	1516.HK	1.77	695	NA	6.6 x	5.4 x	NA	NA	NA	NA	22.1%	8.6%
滨江服务	3316.HK	17.90	636	7.9 x	6.7 x	5.8 x	17.0	17.5	15.5	70%	7.7%	8.8%
越秀服务	6626.HK	3.20	622	7.9 x	6.8 x	5.9 x	15.6	16.9	15.3	50%	5.5%	6.3%
建发物业	2156.HK	2.57	465	6.7 x	5.5 x	4.6 x	7.3	22.1	17.7	67%	10.1%	8.0%
永升服务	1995.HK	1.96	435	6.2 x	5.5 x	4.6 x	16.6	11.8	18.8	50%	7.0%	10.5%
新城悦服务	1755.HK	2.87	321	4.6 x	4.4 x	4.2 x	12.0	5.5	4.5	39%	7.8%	NA
金茂服务	0816.HK	2.62	304	5.5 x	5.0 x	4.6 x	18.6	10.0	7.3	42%	6.5%	NA
宝龙商业	9909.HK	2.40	198	3.6 x	3.5 x	0.0 x	(12.6)	4.0	NA	19%	6.3%	8.1%
卓越商企服务	6989.HK	1.24	194	4.3 x	3.9 x	3.5 x	7.0	11.7	9.1	69%	15.3%	NA
新希望服务	3658.HK	1.99	208	6.4 x	5.7 x	5.1 x	9.5	11.9	11.7	59%	8.7%	NA
平均				12.2 x	10.7 x	9.3 x	12.9	15.8	13.1	61%	5.7%	4.8%
贝壳-W	2423.HK	48.50	22,589	27.3 x	22.1 x	18.7 x	0.9	23.6	18.1	74%	2.8%	1.3%
平均				27.3 x	22.1 x	18.7 x	0.9	23.6	18.1	73.9%	2.8%	1.3%

资料来源: 公司资料, Wind, 招银国际环球市场预估 (截止 2024 年 12 月 6 日)

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的误差、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。