

惠誉博华 2025 年信用展望：房地产开发

2024 年前三季度，面临更为复杂与挑战的经济环境，房地产行业持续筑底。行业销售疲软，市场信心依旧欠缺，土地、施工双双走弱，投资延续趋势性低迷。行业盈利继续深度下探，销售回款与融资形势依旧严峻，但“白名单”项目贷款为房企融资形成一定支撑，一定程度上缓解了项目端资金压力。债券融资延续净流出态势，显示房企外部融资与偿债压力依然较大。不过，9 月底以来，在一揽子财政、货币、地产等政策组合拳协同发力下，市场回稳态势明显。

展望未来，惠誉博华认为，“止跌企稳”确立了房地产行业发展的近期目标，未来政策落地过程中将更加注重实际效力。我们认为“允许专项债收购土地储备与存量商品房”政策是助力楼市消化库存、止跌企稳的重要举措，还需要久久为功。中性情景下，预计 2024 年行业销售面积降幅将收窄至约 13%；2025 年房地产销售面积将于四季度开始企稳回升，全年同比降幅将收窄至 5% 以内；乐观情景下，预计 2025 年销售面积或将回升至同比持平。短期内房价调整压力依然较大。融资方面，伴随“白名单”项目贷款加速扩围增效，与一系列政策组合拳合力增强，行业融资环境有望进一步缓和。投资方面，考虑到房企补储需求逐渐增加，土地投资有望出现一定回暖；竣工增速下行压力依然较大，但城中村改造政策支持城市大幅扩围预计将为施工端形成支撑，2025 年行业投资同比降幅有望收窄至 5%-8%。

综上，惠誉博华对房地产开发行业展望为“低景气稳定”。

惠誉博华

相关研究

惠誉博华 2024 年信用展望：房地产开发(2024.01)

分析师

王兴萍 CPA
+86 (10) 5665 3871
xingping.wang@fitchbohua.com

周纹羽 CPA(中国); CPA, CGA(Canada)
+86 (10) 5663 3872
wenyu.zhou@fitchbohua.com

媒体联系人

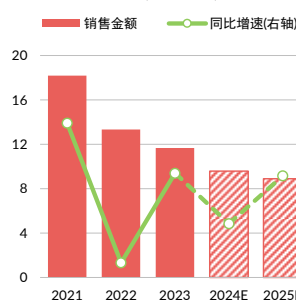
李林
+ 86 (10) 5957 0964
jack.li@thefitchgroup.com

“止跌企稳”定调下短期市场回温明显，长期企稳仍待政策组合拳久久为功，中性情景下预计 2025 年四季度行业销售逐步企稳回升

2024 年以来，中国房地产行业持续筑底，销售延续下跌走势，但累计跌幅已连续数月收窄，显示出积极信号。2024 年 1-10 月，商品房销售面积 7.8 亿平方米，同比下跌 15.8%，销售金额 7.7 万亿元，同比下跌 20.9%，跌幅分别连续收窄 6、7 个月。从连续 12 个月滚动累计数据来看，截至 10 月末，销售面积、销售金额较 2021 年 6 月峰值跌幅均已逾 50%，行业长期深度调整后，销售下行势头有所放缓。

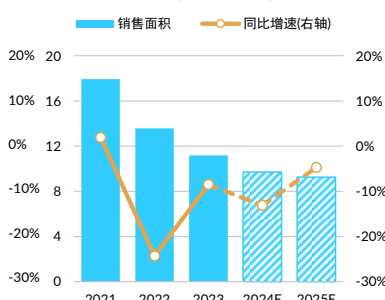
究其原因，惠誉博华认为，尽管房地产依旧为重要支柱产业，然而已非中国下一阶段的经济增长引擎，中央政府在长短期发展目标权衡下坚持了“托而不举”的政策定力。2024 年前三季度，中国经济波动性复苏，持续面临国内有效内需不足、部分行业产能过剩、地方政府财政压力大等多重考验。房地产调整叠加更为复杂的经济环境，居民收入和财富效应下降，对未来就业、投资等预期弱化，加杠杆意愿不足，多重复杂因素削弱了支持政策效力，行业销售跌势仍未被成功遏止。

行业销售金额(万亿元)



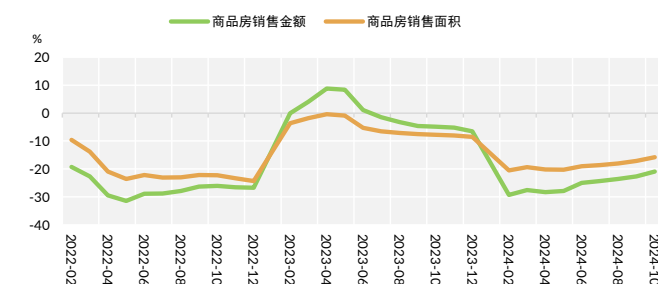
来源: Wind, 惠誉博华

行业销售面积(亿平方米)



来源: Wind, 惠誉博华

房地产销售累计同比增速



来源: Wind, 惠誉博华

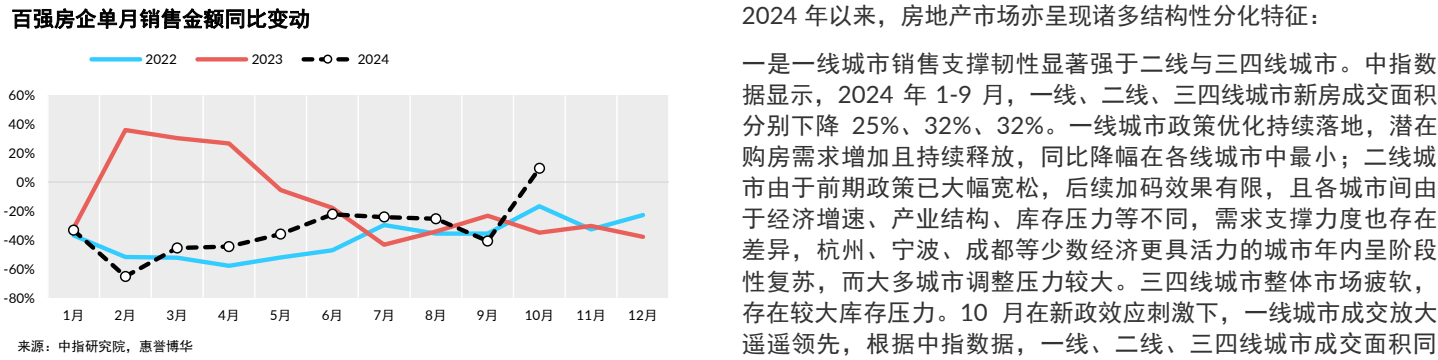
乐观的是，自“9.24 新政”以来，市场发生明显积极变化。9 月 26 日，中央政治局会议首次明确提出“促进房地产市场止跌企稳”，确立了中央层面针对房地产发展的近期目标。此后，各部门支持政策密集出台并加速落地，地方层面亦积极响应，以一线城市为首的众多城市迅速出台进一步优化政策。10 月房地产销售快速拉升，行业单月销售面积、销售金额同比跌幅分别大幅收窄至 1.6%、1.4%（9 月：-10.8%/-16.1%），百强房企销售金额同

比正增 10.5%（9 月：-38.8%），环比正增 67.5%（9 月：-2.2%）。根据住建部数据，10 月全国新房网签成交量环比增长 6.7%，同比增长 0.9%，自 2023 年 6 月连续 15 个月下降后首次实现同比增长。同时，成交量增长从一线城市向更多城市扩大，10 月新房成

交易实现同比增长的省份达 11 个，较上月增加了 6 个，其中湖南、天津、广东、江西、江苏同比增幅超 10%。

日期	政策主要内容
	<u>中国人民银行</u>
9.24	1. 引导商业银行将存量房贷利率降至新发放贷款利率的附近，平均降幅约为 50BPs。 2. 全国层面首套房和二套房商业性个人住房贷款最低首付比例统一为 15%，各地可在此基础上因城施策。 3. 降低政策利率，7 天逆回购操作利率下调 20BPs，引导 LPR、存款利率同步下降。 4. 近期将下调存款准备金率 50BPs，年内可能择机进一步下调 25BPs-50BPs。 5. 将 5 月创设的 3,000 亿元保障性住房再贷款中的央行资金支持比例将由 60%提高至 100%。 6. 两项房地产金融政策（金融 16 条、经营性物业贷款）支持延期到 2026 年底。
9.26	<u>中央政治局会议</u> 促进房地产市场 止跌回稳 ，对商品房建设要 严控增量、优化存量 、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
9.29	<u>中国人民银行</u> 1. 完善商业性个人住房贷款利率定价机制。 2. 优化个人住房贷款最低首付款比例。 3. 优化保障性住房再贷款。 4. 延长部分房地产金融政策期限。
10.12	<u>财政部</u> 1. 允许专项债券用于土地储备 。支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，确有需要的地区也可以用于新增的土地储备项目。 2. 支持收购存量房，优化保障性住房供给。1）用好 专项债券来收购存量商品房 用作各地的保障性住房；2）适当减少新建规模，支持地方更多通过消化存量房的方式来筹集保障性住房的房源。 3. 及时优化完善相关税收政策。抓紧研究明确与取消普通住宅和非普通住宅标准相衔接的增值税、土地增值税政策。
10.17	<u>住房城乡建设部、财政部、自然资源部、中国人民银行、国家金融监督管理总局</u> 1. 四个取消 ：充分赋予城市政府调控自主权，城市政府要因城施策，调整或取消各类购房的限制性措施。主要包括取消限购、取消限售、取消限价、取消普通住宅和非普通住宅标准。 2. 四个降低 ：1）降低住房公积金贷款利率 25BPs；2）降低商业性个人住房贷款首付比例，统一首套、二套房贷最低首付比例为 15%；3）降低存量贷款利率；4）降低“卖旧买新”换购住房的税费负担。 3. 两个增加 ：1）通过货币化安置等方式新增实施 100 万套城中村改造、危旧房改造；2）2024 年底前将“白名单”项目的信贷规模增加至 4 万亿元；将所有房地产合格项目都纳入“白名单”，应进尽进，应贷尽贷，满足项目合理融资需求，并提出将商品住房项目贷款全部纳入“白名单”。
11.13	<u>财政部、国家税务总局、住房城乡建设部</u> 1. 加大住房交易环节契税的优惠力度。 2. 明确了有关城市取消普通住宅和非普通住宅标准后的土地增值税、增值税政策。
11.15	<u>住房城乡建设部、财政部</u> 明确城中村改造政策支持范围由最初的 35 个超大特大城市进一步扩大到近 300 个地级市及以上城市；稳妥推进城中村改造货币化安置。

来源：公开信息，惠誉博华



比分别上涨 45.7%、下降 19.0%、上涨 17.5%。本次新政落地后，一线城市购房门槛与成本明显下降，激活大量潜在需求，但同时部分对部分二线城市形成一定“虹吸效应”。整体而言，房地产市场回稳态势明显。

二是现房销售比例不断提升。2024 年 1-10 月，现房销售面积比例已达 30.4%，较 2023 年末提升 7.9 个百分点，累计同比增速连续 32 个月大幅超过期房（现房：18.8%，期房：-25.3%）。一方面近几年购房者偏好有所变化，对能够即买即住的现房偏好增加；另一方面，由于行业销售普遍放缓，部分期房项目因滞销、尾盘等原因转为现房，导致市场上现房供应量增加。

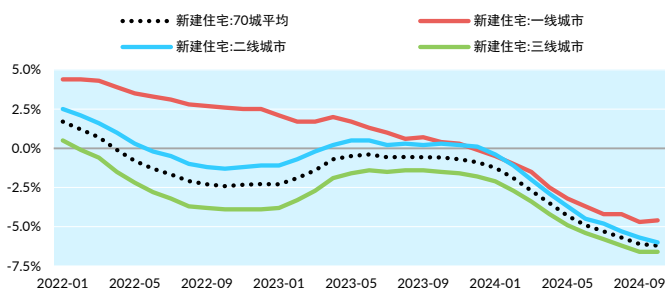
三是二手房销售增速与占比进一步扩大，对新房替代效应持续增强。根据中指数据，2024 年 1-9 月，重点 30 城二手住宅成交套数同比下降 2%，其中一季度成交降幅较大，为-18%；“5.17 新政”落地后，在“以价换量”及政策催化下，二、三季度成交套数持续回升，二季度已基本追平上年同期，三季度同比增幅约 16%。10 月全国二手房网签成交面积同比增长 8.9%，高于新房 8.0 个百分点，已连续 7 个月同比增长；二手房网签成交量同比增长的省份达 20 个，二手房市场活跃度明显高于新房。

整体而言，2024 年前三季度，在更为复杂与挑战的经济环境下，房地产政策效力不足，销售跌势有所收窄但未企稳。9 月底以来，在一系列政策组合拳合力作用下，市场积极信号明显。基于此，惠誉博华预计 2024 年房地产销售面积降幅约为 13%，销售金额降幅约为 18%，均较 1-10 月进一步收窄。同时，我们认为“允许专项债收购土地储备与存量商品房”政策是助力楼市消化库存、止跌企稳的重要举措，鉴于政策牵涉多方利益，实施过程存在较多挑战与难点，政策落地至明显起效还需要久久为功。城中村改造政策支持城市大幅扩围，或预示货币化安置范围大幅增加并加速推进，催生一定规模购房需求。中性情景下，预计 2025 年房地产销售面积将于四季度开始企稳回升，全年同比降幅将收窄至 5%以内；乐观情景下，预计 2025 年销售面积或将回升至同比持平。

新房价格同比跌幅全线走扩，预计短期调整压力仍然较大

2024 年 1-10 月，新房价格整体下行趋势持续扩大，截至 10 月末，70 城新建商品住宅价格指数同比下行 6.2%，跌幅较 2023 年末扩大 5.3 个百分点，但下行斜率有所趋缓。其中一线、二线、三线城市分别同比下降 4.6%、6.0%、6.6%，一线城市下行趋势相较更为缓和。其中上海新房价格同比逆势上涨 5.0%，而北京、深圳、广州依然呈不同程度下降。10 月，在新政效应刺激下，一线、二线、三线城市新房价格指数同比降幅分别收窄 0.1 个百分点、扩大 0.3 个百分点、基本持平，与成交走势基本一致。

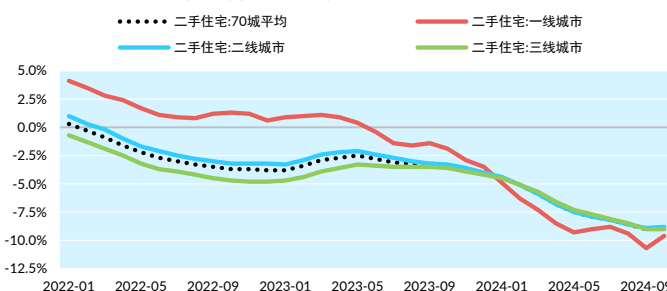
70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比



来源：Wind，惠誉博华

二手房方面，由于业主普遍采取“以价换量”策略，二手房价格跌幅甚于新房，截至 10 月末，70 城二手房价格指数同比下降 8.9%，在一线城市价格带动下，降幅较 9 月末收窄 0.1 个百分点。与新房价格走势迥异的是，一线城市二手房价格同比跌幅大于其他各线城市，但 9 月末新政对一线城市刺激效果更为显著，二手房价明显回升，10 月末一线、二线、三线城市二手房价格同比跌幅分别为 9.6%、8.8%、9.0%，分别较 9 月末收窄 1.1 个百分点、收窄 0.1 个百分点、基本持平。考虑到目前二手房挂牌量仍处高位，需求端议价能力较强，预计短期二手房价格下行趋势仍将延续。

70个大中城市二手住宅价格指数当月同比



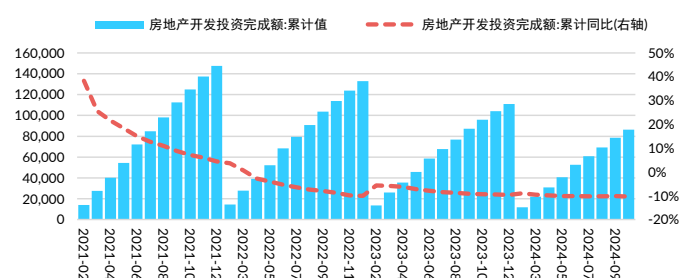
来源：Wind，惠誉博华

一方面，价格走势在一定时期内通常具有粘性，且二手房价格会直接影响新房价格预期，另一方面，二手房对新房销售持续具有分流作用，将会分流部分新房需求，惠誉博华预计，短期内新房价格调整压力仍然较大，从“止跌回稳”路径上看，销售面积或将先于房价止跌企稳。

土地与施工投资双降，房地产投资延续趋势性低迷，预计短期趋势难以扭转但有望缓和

2024 年以来，在流动性持续严峻、市场预期疲弱的双重影响下，房地产行业投资持续低迷，土地与建安投资同比双双延续趋势性下跌。1-10 月，房地产行业开发投资完成额 8.6 万亿元，同比下降 10.3%，降幅较 2023 年再次扩大且未见明显缓和，显示房地产投资端依旧面临较大压力。

房地产开发投资完成额及同比增速(亿元)

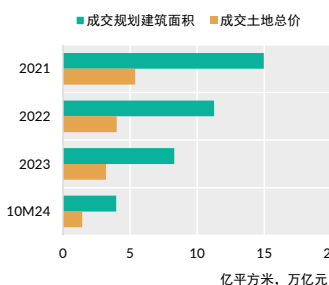


来源：Wind，惠誉博华

土地市场延续低温运行，缩量态势尚未扭转。2024 年 1-10 月，全国住宅类用地成交规划建筑面积与成交土地总价延续双降趋势，同比分别下降 18.0%、32.4%（2023 年：-26.3%/-19.7%）。各线城市土地成交金额跌幅均进一步加深，根据 100 城土地成交数据，1-10 月，一线、二线、三线城市同比跌幅分别达 42.7%、32.0%、29.0%（2023 年：-19.9%/-15.2%/-17.6%），多数城市底价出让仍为常态。一线城市土地供应缩量明显，尽管有部分高价地块成

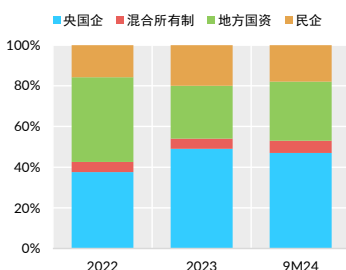
交，但整体热度不高，成交跌幅最深；二三线城市普遍受供应缩量与投资信心不足等因素影响，同比跌幅加深。

全国住宅类用地成交概况



来源: Wind, 惠誉博华

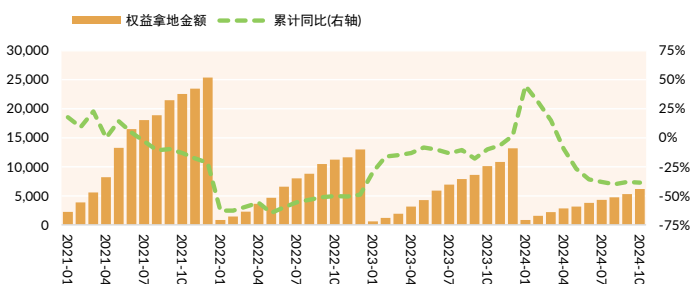
22城房企拿地金额占比



来源: 中指研究院, 惠誉博华

房企拿地战线持续收缩，拿地企业性质仍集中于央国企和地方国资。2024 年 1-10 月，百强拿地房企权益拿地金额为 6,199 亿元，同比大跌 38.7% (2023: +1.7%)，显示房企拿地信心持续弱化。1-9 月，22 城涉房土地成交中，央国企、地方国资、混合所有制、民企拿地金额占比分别为 47%、29%、6%、18% (2023: 49%/26%/5%/20%)，央国企和地方国资占比合计达 76%，民企拿地信心依旧疲弱。2024 年，个别混合所有制房企发生信用风险事件，市场对该类房企信心再度被削弱，导致融资渠道有所收紧，拿地规模亦同趋势下降。

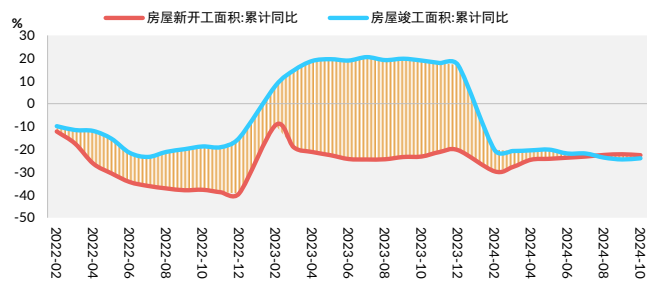
TOP100 房企拿地情况(亿元)



来源: 中指研究院, 惠誉博华

建安投资延续低迷，2024 年 1-10 月，建筑工程投资完成额同比下降 10.8%，新开工面积与竣工面积累计同比跌幅分别为 22.6%、23.9% (2023: -20.4%/+17.0%)。其中新开工受制于近年来企业拿地大幅收缩与销售低迷，同比增速延续深度调整态势。竣工方面，由于“保交楼”项目密集兑现，加之前期新开工大幅下滑无力支撑其高增速，自 2 月开始累计增速亦呈现深度下行。鉴于目前行业已竣工未销售面积仍处高位、房企流动性与去库存压力依旧严峻，预计未来新开工与竣工增速下行压力依旧较大。

房屋开工竣工面积同比增速



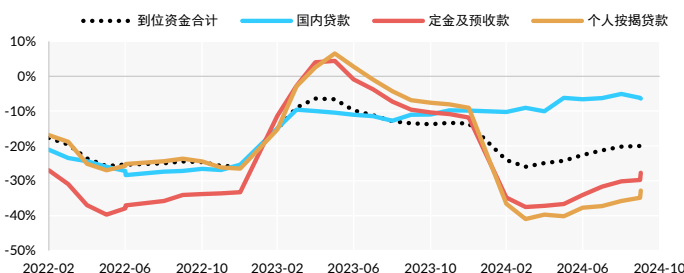
来源: Wind, 惠誉博华

整体而言，2024 年房地产行业投资受土地、施工双重压制，呈现趋势性低迷。考虑到经过长期投资收缩，房企土地储备消耗已经很大，预计 2025 年土地投资将出现一定回暖，同比降幅或明显收窄；施工方面可能依旧受竣工增速压制，但城中村改造政策支持城市大幅扩容将支撑新增投资需求，预计整体施工投资降幅将有所收窄。综上，惠誉博华预计，2025 年房地产行业投资同比降幅将收窄至 5%-8%。

“白名单”项目贷款提速支撑房地产融资降幅持续改善，行业融资环境仍待进一步优化

2024 年以来，房地产行业资金压力依旧严峻，但呈现逐月缓和迹象，1-10 月开发到位资金为 8.7 万亿元，同比下滑 19.2%，降幅较前 9 个月收窄 0.8 个百分点，主要源自国内贷款的相对支撑与 10 月销售回升的积极带动。其中，国内贷款、定金及预收款、个人按揭贷款累计分别同比下滑 6.4%、27.7%、32.8% (2023: -9.9%/-11.9%/-9.1%)。

到位资金重点项目累计同比增速

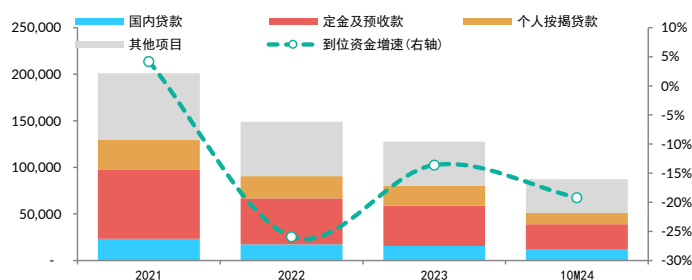


来源: Wind, 惠誉博华

受益于“白名单”项目贷款快速推进，房企银行贷款渠道有所改善。2024 年 1-10 月，国内贷款占房企到位资金比重提升至 14.2% (2023: 12.2%)。截至 9 月末，房地产开发贷款余额 13.8 万亿元，较年初增加 6,385 亿元，同比增长 2.7%，增速较上年末高 1.2 个百分点。国家金融监督管理总局（下称“金管局”）数据显示，截至 10 月末，“白名单”项目贷款审批通过金额已超 3 万亿元，较 9 月末的 1.43 万亿元增加已逾 1 倍，“白名单”项目贷款快速扩围增效。10 月 17 日，金管局副局长肖远企在国新办发布会上表示：“进一步优化完善房地产‘白名单’项目融资机制，商品住房项目贷款全部纳入‘白名单’管理，做到合格项目‘应进尽进’，已审贷款‘应贷尽贷’，资金拨付‘能早尽早’，支持房地产市场稳健发展。”、“预计到 2024 年底，‘白名单’项目贷款审批通过金额将超过 4 万亿元”。伴随“白名单”项目贷款明显提速，有望持续缓解房地产行业资金压力，为行业融资环境进一步改善形成支撑。

销售回款依旧不容乐观但现好转迹象。2024 年 1-10 月，定金及预收款、个人按揭贷款二者合计占比降至 44.6% (2023: 50.8%)，销售回款对房企资金面的支撑力度不断弱化。截至 9 月末，个人住房贷款余额为 37.56 万亿元，较年初减少 8,400 亿元，尽管部分原因为提前还贷现象增加，这亦反映出购房贷款需求的持续萎靡。10 月，在行业销售回升带动下，定金及预收款、个人按揭贷款累计同比降幅均明显收窄 2.1 个百分点，销售回款状况有所好转；中国人民银行最新数据亦同步显示，个人住房贷款增长有所好转，10 月个人住房贷款规模企稳，明显好于前 9 个月月均减少 690 亿元的水平，也优于前两年同期的水平。

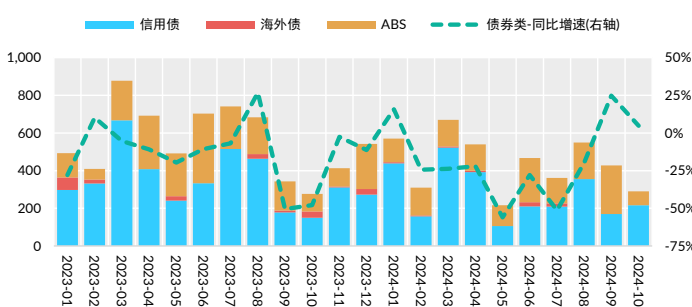
房企开发到位资金(亿元)



来源：Wind，惠誉博华

房企债券类融资同比继续下降，但降幅有所收窄。2024年1-10月，房企债券类融资规模4,420亿元，同比下降25.6%，降幅较前9个月收窄1.4个百分点；主要融资品种为信用债与ABS产品，金额分别为2,778.1亿元、1,574.9亿元，同比分别下降23.8%、25.5%，海外债融资占比极低。近期，债券类融资亦显现积极变化。截至10月，房企债券类融资同比增速已连续2月重回正值区间。从发债企业性质来看，央国企仍为发债主力，混合所有制企业受个别信用风险事件影响，发债渠道依然不畅。

房企债券类融资情况(亿元)



来源：中指研究院，惠誉博华

惠誉博华认为，2024年房地产行业融资形势依旧严峻，不过近期已现缓和信号。预计2025年伴随“白名单”项目贷款加速扩围，与一系列政策组合拳形成协同效应，有望为房地产行业增添更多资金支持；行业销售预期改善也将助力销售回款继续好转，从而进一步优化房企融资环境。

房地产行业盈利继续深度下滑，资金压力依旧严峻，整体偿债压力依旧较大

惠誉博华选择了19家房地产开发样本公司，包括11家A股上市与发债公司、8家港股上市公司，对其2024年以来重点财务表现进行分析。按所有制性质划分，包括7家央企（36.8%）、4家地方国企（21.1%）、3家混合所有制房企（15.8%）、5家民营房企（26.3%）。

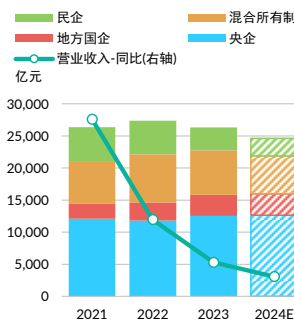
2024年以来，房地产行业盈利继续深度下探。样本房企营收与净利润延续跌势，亏损幅度进一步加深。2024年1-9月，样本房企¹营业收入与净利润合计值同比分别下滑10.7%、66.5%。其中，有6家企业录得营业收入正增长，分别为华润置地、招商蛇口、中交房地产、绿城中国、建发国际与越秀地产；2家录得净利润正增长，分别为建发国际、中国金茂。

¹ 其中港股样本2024年财务数据采用半年度数据，下同

2024年上半年，建发国际继续聚焦核心城市，合约销售额逆势提升，且财务状况保持稳健，营业收入与净利润逆势双增。中国金茂开发业务毛利率同比保持稳定，物业管理面积增加，对联合营公司投资收益亦有增长，营业收入同比下滑而净利润逆势同比增长3.6%；10月，中国金茂公告拟出售金茂三亚希尔顿酒店100%股权等事项，若交易于第四季度成功完成，预计将实现可观的资产处置收益，从而进一步增厚2024年全年利润规模。2024年前三季度，万科录得净利润亏损164亿元，主要原因：1）开发业务结算规模和毛利率下滑（开发业务结算收入：-29.0%；毛利率较2023年：-5.73pct）；2）计提减值：资产减值损失、信用减值损失合计74.7亿元，较23Q3增加71.1亿元；3）部分非主业财务投资出现亏损：投资净收益0.7亿元，较23Q3减少24.5亿元；4）部分资产交易和股权处置的价格低于账面价值：资产处置亏损25.4亿元。

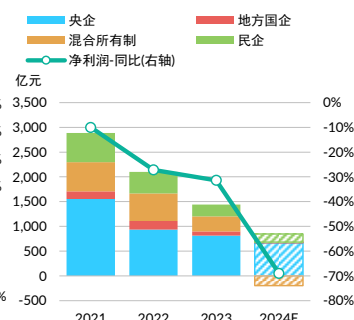
惠誉博华预计，鉴于行业销售尚未出现明显拐点，2024年全年样本房企盈利将延续跌势，预计营业收入与净利润分别下滑6%、70%左右。2025年，伴随行业逐渐企稳回升，央国企有望凭借其品牌、融资优势，销售及盈利改善将优于行业平均。

样本公司营业收入与增速



来源：Wind，惠誉博华

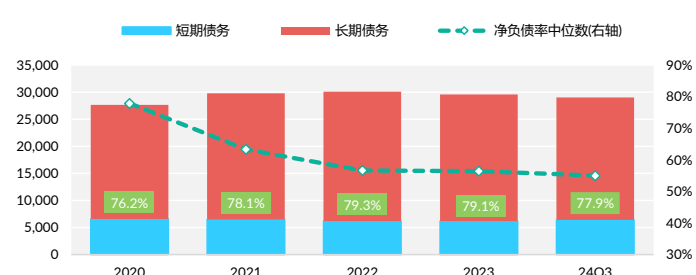
样本公司净利润与增速



来源：Wind，惠誉博华

债务方面，房地产行业财务杠杆经过多年压降，全部债务规模保持缓慢下降趋势。截至2024年9月末，样本房企全部债务2.9万亿元，较2023年末微降1.9%。债务结构保持良性，以长期债务为主，2024年9月末占比为77.9%。样本企业净负债率中位数延续下降趋势，但降幅有所放缓，截至2024年9月末为55.0%（2023：56.4%）。

样本企业全部债务与净负债率(亿元)

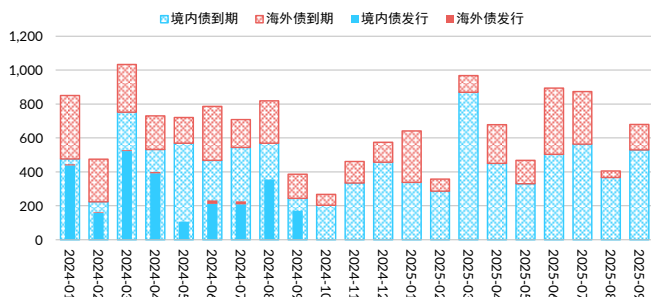


注：港股样本本公司2024年为上半年数据；图中数字为长期债务占比
来源：Wind，惠誉博华

偿债方面，惠誉博华认为，房企偿债压力若要明显缓解，除了降本增效，更需依赖于销售与外部融资的实质性改善。鉴于当前尚

有多家主体处于债务展期或重组进程中，行业销售回款与外部融资仍不通畅，整体偿债压力依旧较大。中指数据显示，近几年房企融资持续处于净流出状态，债券到期规模远高于发行规模。2024 年 11-12 月及 2025 年，房地产债券到期金额分别超 1,100 亿元、7,000 亿元，2024 年债券偿还高峰期已过，但 2025 年仍存在较大到期压力。

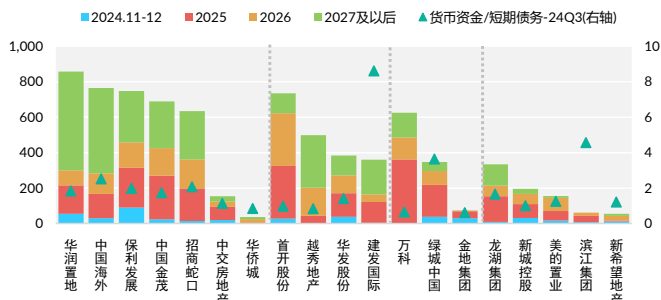
房地产债券融资发行与到期规模(亿元)



注：海外债余额按当月汇率折算为人民币
来源：中指研究院，惠誉博华

样本企业中，货币资金/短期债务指标小于 1 倍的房企有 5 家，分别为华侨城、首开股份、越秀地产、万科和金地集团。其中华侨城与金地集团公开债券规模已经不大。首开股份有息债务负担偏重，24Q3 净利润呈净亏损，需关注其后续合约销售与融资情况。万科 2024 年通过加速回款、资产处置、积极拓展融资渠道等多种方式筹措资金，年内到期公开债券已偿还完毕，但 2025 年到期压力依然较大；经营方面，万科项目储备较为优质，合约销售规模处行业前列，需关注其外部融资情况。

样本企业债券到期结构与短期偿债指标(亿元，倍)



注：上述债券包括信用债与海外债；海外债按2024年10月平均利率折算为人民币；短期偿债指标计算中，港股样本公司2024年为上半年数据。
来源：Wind，中指研究院，惠誉博华

2024 年前三季度，在更为复杂与挑战的经济环境下，房地产行业持续探底，销售表现疲软。价格方面，新房与二手房价格跌幅全线走阔，未现缓和迹象。行业投资信心依旧欠缺，土地、施工双双走弱，投资延续趋势性低迷。前三季度，行业盈利继续深度下探，销售回款与融资形势依旧严峻，但“白名单”项目贷款为房企融资形成一定支撑，一定程度上缓解了项目端资金压力。债券融资延续净流出态势，显示房企外部融资与偿债压力依然较大。不过，9 月底以来，在一揽子财政、货币、地产等政策组合拳合力作用下，10 月成交放量明显，销售回款亦现改善迹象，市场呈现积极回稳态势。

短期来看，惠誉博华认为，“止跌企稳”确立了房地产行业发展的近期目标，未来政策出台落地过程中将更注重其实际效力。我们认为“允许专项债收购土地储备与存量商品房”政策是助力楼市消化库存、止跌企稳的重要举措，还需要久久为功。城中村改造政策支持城市大幅扩围将催生一定规模购房需求。中性情景下，预计 2024 年行业销售面积降幅将收窄至约 13%；2025 年房地产销售面积将于四季度开始企稳，全年同比降幅将收窄至 5%以内；乐观情景下，预计 2025 年销售面积或将回升至同比持平。价格方面，鉴于二手房对新房的替代效应持续提升，不但直接影响新房价格预期，还将进一步分流新房市场需求，预计短期内新房价格调整压力依然较大。融资方面，伴随“白名单”项目贷款加速扩围增效，与一系列政策组合拳合力增强，房企融资环境有望进一步缓和。投资方面，考虑到房企补储需求逐渐增加，预计土地投资将出现一定回暖；新开工与竣工增速下行压力依然较大，但城中村改造项目扩围将为施工投资形成支撑，预计 2025 年行业投资同比降幅将收窄至 5%-8%。

综上，惠誉博华对房地产开发行业 2025 年展望为“低景气稳定”。

附录：房地产开发样本公司名单

序号	公司简称	公司全称	性质	2024 年 1-10 月 合约销售额(亿元)
1	保利发展	保利发展控股集团股份有限公司	央企	2,840
2	招商蛇口	招商局蛇口工业区控股股份有限公司	央企	1,675
3	万科	万科企业股份有限公司	混合所有制	2,026
4	滨江集团	杭州滨江房产集团股份有限公司	民企	922
5	首开股份	北京首都开发股份有限公司	地方国企	308
6	金地集团	金地(集团)股份有限公司	混合所有制	584
7	新城控股	新城控股集团股份有限公司	民企	344
8	中交房地产	中交房地产集团有限公司	央企	358
9	华侨城	深圳华侨城股份有限公司	央企	234
10	华发股份	珠海华发实业股份有限公司	地方国企	762
11	新希望地产	新希望五新实业集团有限公司	民企	133
12	华润置地	华润置地有限公司	央企	2,033
13	中国海外	中国海外发展有限公司	央企	2,404
14	建发国际	建发国际投资集团有限公司	地方国企	1,040
15	中国金茂	中国金茂控股集团有限公司	央企	750
16	绿城中国	绿城中国控股有限公司	混合所有制	1,303
17	龙湖集团	龙湖集团控股有限公司	民企	845
18	越秀地产	越秀地产股份有限公司	地方国企	910
19	美的置业	美的置业控股有限公司	民企	334

注：绿城中国为自投项目合约销售额。

来源：公司公告，中指研究院，惠誉博华

免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。