下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究
SWS RESEARCH

2026 年 06 月 25 日

以国际经验为鉴，探地产链价值之道

——房地产链白皮书：房地产篇

看好

相关研究

《房地产行业 2026 年中期投资策略：核心城市先行，星火亦将燎原 20260604》2026/06/04

《核心城市先行，星火亦可燎原——中国房地产止跌回稳系列报告之一》2026/05/18

《核心城市引领止跌回稳，龙头房企先行弹性十足——日美房地产止跌回稳路径复盘》2026/03/24

《多利好共振助力复苏，中国香港楼市新周期起点——中国香港房地产市场专题报告系列之一》2026/01/16

《聚合消费最强音，价值重估新篇章——商业地产系列报告之二：购物中心价值重估》2025/12/05

《房地产行业 2026 年投资策略：潮平待风起，扬帆更远航》2025/11/17

证券分析师

袁豪 A0230520120001
yuanhao@swsresearch.com
陈鹏 A0230521110002
chenpeng@swsresearch.com

联系人

陈鹏 A0230521110002
chenpeng@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **行业规律：地产指标相互勾稽，目前前端筑底、后端弱。**从房地产项目周期看，项目开发需要 3-4 年，单项目需经历拿地-规划设计-开工-施工-预售-竣工交付流程；从总量视角看，市场参与者众多、且运营决策具备独立性及前瞻性，因此总量指标并未完全呈现出项目周期特点。我们发现，众多指标中销售是最前瞻性指标，销售从 2014-18 年去库存阶段领先拿地，到 18 年后销投同步化，往后看供给侧出清过度、中短期仍会出现销售领先拿地局面，长期平衡状态下销投仍将同步化；而拿地领先新开工 6-9 月；开工领先竣工 2.5 年时间；此外，竣工、施工、投资属于滞后性指标。我们认为短期开工仍将下行，但已深度调整、反弹可期；竣工下行，滞后指标后续承压；施工、投资存在滞后性、后续反应较弱；销售短期较弱，但已然超跌，后续弱复苏确定性高。预计 2026 年同比预测：开工-16.8%、竣工-14.6%、施工-14.3%、投资-12.6%、销面-7.5%、销金-9.4%；并判断 2027 年开工底部复苏、有弹性，销售弱复苏，竣工、投资表现仍较弱。

- **国际借鉴：全国底左侧地产弹性更强，右侧产业链更强。**通过日美经验分析，我们发现，核心城市房价底部确立将赋予房地产链十足的弹性：1）核心城市房价止跌回稳明显领先于全国，其中日本东京房价领先全国约 5 年，美国旧金山为首 6 城房价领先全国约 3 年；2）龙头公司股价跟踪核心城市房价、而非全国房价，呈现龙头股价底→核心城市房价底→全国房价底的传导路径；3）核心城市房价底确立后，房地产和产业链都有强超额收益，其中全国房价底左侧房地产弹性更强，右侧产业链更强。内在机制：房地产止跌回稳路径中，随着人口/资金优先向核心城市集中，核心城市率先回升带动房价结构改善，并等待 2-3 年居民资产负债表全局修复，从而迎来房价全局改善；其中房地产更多重估资产负债表、更左侧反应弹性，而产业链更多重估利润表、更右侧反应弹性。

- **我国展望：存量时代，估值低位， 格局重塑α优势明显。**1）本轮周期房地产基本面呈现深度调整，政策放松，且后续并非是每个房企均可享受到政策松动的红利；未来具备更强库存管控能力、更强产品溢价的优质房企更具优势；当前开工端降幅最深、后续弹性可期；竣工端仍在下行、但二手房表现超预期，C 端竣工链更具优势。2）地产链 PB 历史低位：PE 失真、PB 更具代表意义。2010 年以来地产链 PB(LF)均值在 2.4 倍，最高值 4.9 倍、最低值 1.5 倍，26 年 5 月 PB(LF)2.1 倍，处于历史低位。

- **投资分析意见：以国际经验为鉴，探地产链价值之道，维持“看好”评级。**房地产业一直是我国国民经济的支柱产业，且地产链影响范围广泛。在我国房地产经历深度调整之后，我国房地产量价的调整幅度、调整时间和居民资产负债表的调整均已较为充分，预计行业基本面底部正逐步临近；此外，参考日美两国经验可知，核心城市房价领先止跌回稳、并将赋予龙头房企后续基本面和估值面十足的弹性。当前开工端降幅最深、后续弹性可期；竣工端进入下行通道、但二手房表现超预期，C 端竣工链更具优势。我们维持房地产及物管“**看好**”评级，主要推荐：1）优质房企：建发国际、中国金茂、中国海外发展、绿城中国、滨江集团、招商蛇口、保利置业、中海宏洋、建发股份、越秀地产、保利发展、华发股份，关注城投控股；2）商业地产：华润置地、新城控股、太古地产、嘉里建设、恒隆地产、领展房产基金，关注新城发展、大悦城； 3）二手房中介：贝壳-W，关注我爱我家；4）物业管理：华润万象、绿城服务、招商积余。

- **风险提示：销售和融资资金趋紧，收储和城改推进不及预期。**

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

结论和投资分析意见

房地产业一直是我国国民经济的支柱产业，且地产链影响范围广泛。在我国房地产经历深度调整之后，我国房地产量价的调整幅度、调整时间和居民资产负债表的调整均已较为充分，预计行业基本面底部正逐步临近；而在无宏观政策放松背景下，上海等核心城市今年年初以来楼市改善更为健康；此外，参考日美两国经验可知，核心城市房价领先止跌回稳、并将赋予龙头房企后续基本面和估值面十足的弹性。

当前开工端降幅最深、后续弹性可期；竣工端进入下行通道、但二手房表现超预期，C 端竣工链更具优势。我们维持房地产及物管“**看好**”评级，主要推荐：1）优质房企：建发国际、中国金茂、中国海外发展、绿城中国、滨江集团、招商蛇口、保利置业、中海宏洋、建发股份、越秀地产、保利发展、华发股份，关注城投控股；2）商业地产：华润置地、新城控股、太古地产、嘉里建设、恒隆地产、领展房产基金，关注新城发展、大悦城； 3）二手房中介：贝壳-W，关注我爱我家；4）物业管理：华润万象、绿城服务、招商积余。

原因与逻辑

展望本轮周期，房地产基本面呈现深度调整，政策放松，且后续并非是每个房企均可享受到政策松动的红利；未来具备更强库存管控能力、更强产品溢价的优质房企更具优势；当前开工端降幅最深、后续弹性可期；竣工端进入下行通道、但二手房表现超预期，C 端竣工链更具优势。

有别于大众的认识

房地产业作为国民经济的支柱产业，对我国国民经济其他产业的带动作用明显。我们仍然认为房地产行业本身具备较强外溢性，长达 3-4 年的施工周期，涉及到产业链行业众多；本文借鉴日美房地产止跌回稳阶段、房地产及地产链公司股价特点，剖析房价与股价关联性，股价核心驱动因子，从而更好判断国内房地产链公司投资机会。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1. 行业规律：地产指标相互勾稽，目前前端筑底、后端弱 6
1.1 开工：开工滞后拿地 6-9 个月，开工走弱、中期有弹性 6
1.2 竣工：竣工滞后新开工 2.5 年，短期承压、中期仍偏弱 8
1.3 施工：开工和竣工拟合施工，施工偏滞后、呈走弱趋势 8
1.4 投资：施工和拿地拟合投资，投资偏滞后、呈走弱趋势 10
1.5 销售：短期销投分化、长期同步化，预计销售将弱复苏 12
1.6 小结：目前前端弱、后端稳，料后续前端筑底、后端弱 13
2. 国际借鉴：全国底左侧地产弹性更强，右侧产业链更强15
2.1 日本经验：房企轻资产谋变、股价领先东京房价启动 15
2.1.1 行业复盘：开工、销售跌幅超 50% 15
2.1.2 股价驱动：估值驱动，领先东京房价 9 个月 16
2.1.3 房企格局：积极转型，轻资产谋变 19
2.1.4 地产链：房地产弹性更强，产业链持续性更佳 21
2.2 美国经验：房企收购兼并、股价领先核心 6 城房价启动 24
2.2.1 行业复盘：开工、销售跌幅超 70% 24
2.2.2 股价驱动：估值驱动，领先旧金山房价 3-4 月 25
2.2.3 房企格局：收购兼并，加速集中度提升 28
2.2.4 地产链：房地产弹性更强，产业链持续性更佳 29
2.3 日美经验：全国底左侧房地产弹性更强，右侧产业链更强 32
3. 我国展望：存量时代，估值低位，格局重塑 α 优势明显33
3.1 估值探究：地产链估值处于历史低位 33
3.2 地产链探讨：地产分化加大，开工链超跌，竣工承压 35
4. 投资分析意见：以国际经验为鉴，探地产链价值之道 .. 36
5. 风险提示：行业资金趋紧，收储和城改不及预期 37

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：房地产及产业链各指标相关性 6
图 2：房屋新开工滞后于百城土地成交 2 个季度（2QMA） 7
图 3：房屋新开工滞后于百城土地成交 2 个季度（4QMA） 7
图 4：开工同比领先于竣工同比 10 个季度 8
图 5：施工面积预测的逻辑框架 9
图 6：新开工单月同比和施工面积单月同比关系 9
图 7：新开工累计同比和施工面积累计同比关系 9
图 8：土地购置费与百城土地成交总价（调整后并延后 15 个月）强相关 10
图 9：地产投资与施工面积、百城宅地成交总价同比关系 11
图 10：地产投资与施工、百城宅地成交价同比拟合关系 11
图 11：商品房销售面积同比及百城住宅类土地成交面积同比关系 13
图 12：地产基本面各指标关系 14
图 13：日本新开工住宅户数占比 15
图 14：日本商品房新开工套数 15
图 15：日本首都圈新建公寓销量及同比 16
图 16：日本圈近畿圈新建公寓销量及同比 16
图 17：日本及东京、大阪房价走势 17
图 18：日本及东京都、大阪府人口变化 17
图 19：日本房价及股价关系 18
图 20：日本房价及股价 2003-2007 年最大涨幅 18
图 21：三井不动产 PB 及 PE 趋势 19
图 22：三菱房地产 PB 及 PE 趋势 19
图 23：日本贴现率 20
图 24：日本新建公寓供给户数：2025 年 Top10 市占率达到 38% 20
图 25：三井不动产营收及归母净利润趋势 21
图 26：三井不动产 ROE 21
图 27：三菱房地产营收及归母净利润趋势 21
图 28：三菱房地产 ROE 21

下载日志已记录，仅供内部参考

图 29：NITORI 集团蓝图 22
图 30：日本房价及产业链公司股价关系 23
图 31：日本房地产企业和产业链企业相对日经 225 超额收益 23
图 32：似鸟控股营收及归母净利润趋势 24
图 33：似鸟控股毛利率趋势 24
图 34：似鸟控股 PE 和 PB 趋势 24
图 35：美国新开工套数及同比 25
图 36：美国新房销售套数及同比 25
图 37：美国房价走势 26
图 38：美国及核心城市人口变化 26
图 39：美国及核心城市人口变化及房价见底时间点 27
图 40：美国房地产公司股价走势 27
图 41：美国房价及股价 2009-2010 年最大涨幅 28
图 42：霍顿公司 PE 及 PB 情况 28
图 43：Lennar 公司 PE 及 PB 情况 28
图 44：美国房企集中度变化 29
图 45：美国 The home depot 门店场景 30
图 46：美国房价及产业链公司股价关系 30
图 47：美国房地产和产业链相对标普 500 超额收益 31
图 48：The home depot 营收及归母净利润趋势 31
图 49：The home depot 毛利率趋势 31
图 50：The home depot PE 和 PB 趋势 32
图 51：2010 年以来各个产业链 PE-ttm 估值水平（倍） 33
图 52：2010 年以来房地产产业链 PE-ttm 估值水平（倍） 34
图 53：2010 年以来各个产业链 PB（LF）估值水平（倍） 34
图 54：2010 年以来房地产产业链 PB(LF)估值水平（倍） 35

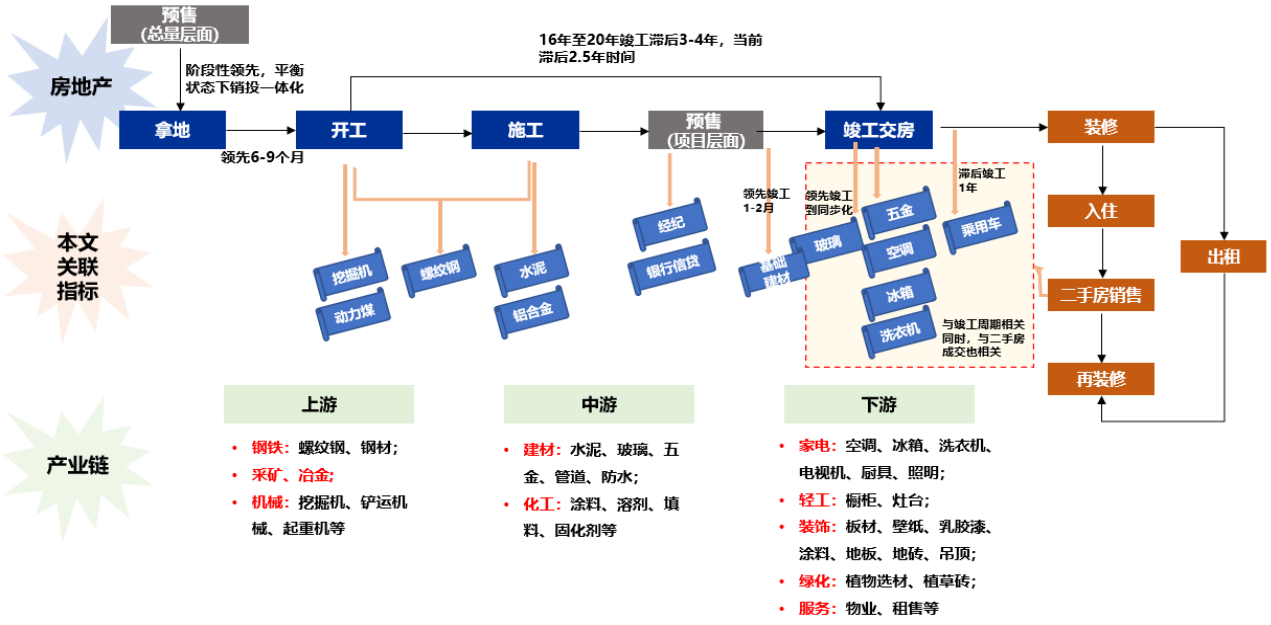
表 1：2026 年房地产开发投资数据预测汇总表 14
表 2：主流 AH 上市房企估值表 36
表 3：主流 AH 上市物业管理及房产经纪企业估值情况 37

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 行业规律：地产指标相互勾稽，目前前端筑底、后端弱

房地产开发周期需要 3-4 年时间，从项目工程角度看，我们比较容易理解各施工环节关系，一个房地产开发项目需要经历拿地-规划设计-项目开工-施工-预售-竣工交付的流程；但从全行业房地产总量视角看，往往因为行业参与者众多，且其运营决策具备独立性及前瞻性，会导致各个指标在宏观层面并没有呈现出单项目建设环节的先后关系，比如房企持续强调的以销定投策略，就将拿地和销售紧密联系在一起，因此我们有必要从宏观层面挖掘出各行业各个指标之间的内在关系。

图 1：房地产及产业链各指标相关性



资料来源：申万宏源研究

1.1 开工：开工滞后拿地 6-9 个月，开工走弱、中期有弹性

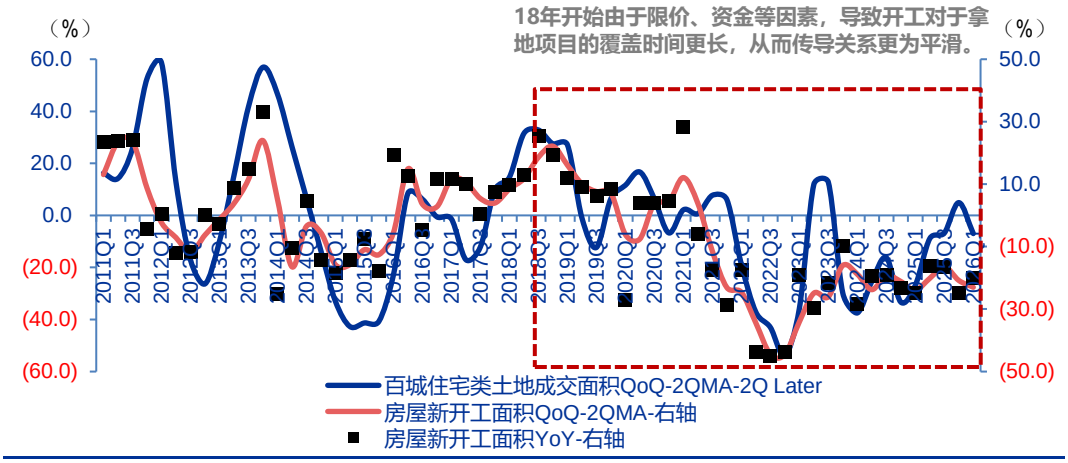
从项目工程角度看，房企拿地后会逐渐进入到新开工阶段，而从宏观行业数据匹配看，我们发现 2017 年年初之前，房屋新开工单月同比增速滞后于百城住宅类土地成交面积（拿地）单月同比增速约 6 个月，而在 2017 年年初之后，新开工增速滞后于拿地增速的时间阶段性延长至 9 个月左右，滞后时间后又在 6-9 个月之间波动。**因而，从定性判断角度来看，2018 年之后拿地领先于新开工 6-9 个月。**

我们认为，2017 年之后，拿地到开工的先后关系延长在一定程度上可以理解为拿地到开工实际时间的延长，在这个过程中由于限价、资金等因素，导致开工对于拿地项目的覆盖时间更长，从而传导关系更为平滑。因此，拿地到开工的传导关系变化，实际上是移动

下载日志已记录，仅供内部参考

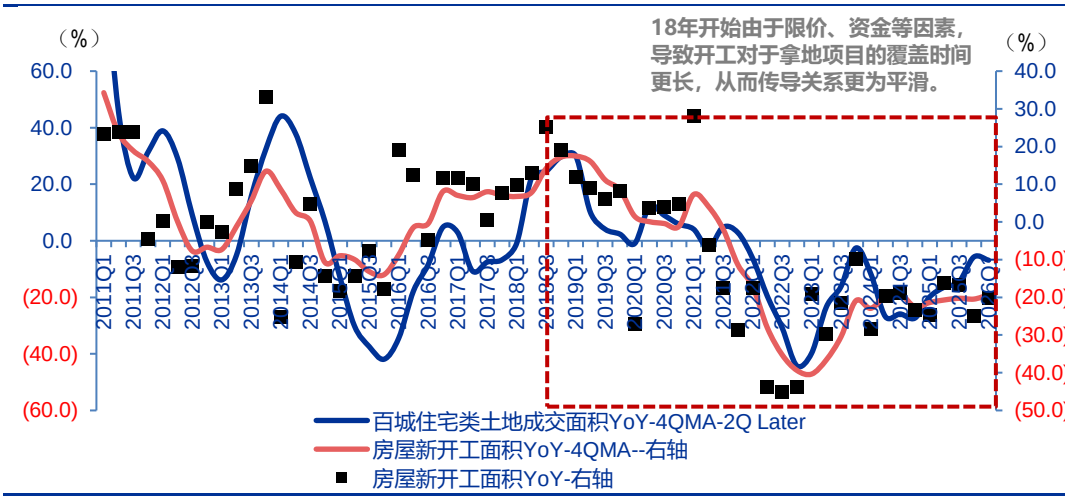
平均影响的变化。我们将原先的通常采用的 1QMA（1 个季度的移动平均）替换为 2QMA、4QMA 后，发现通过拿地估算的新开工与实际新开工更为拟合。

图 2：房屋新开工滞后于百城土地成交 2 个季度（2QMA）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：房屋新开工滞后于百城土地成交 2 个季度（4QMA）



资料来源：Wind，申万宏源研究

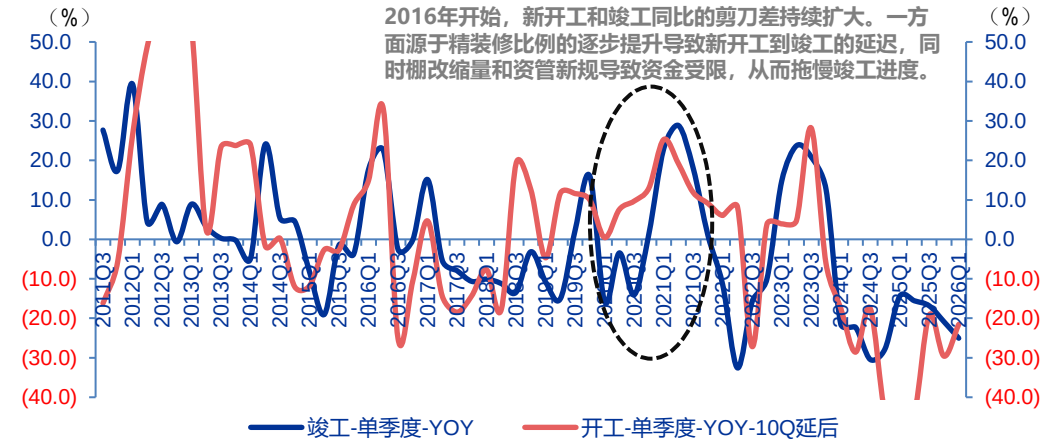
展望 2026 年，考虑到过去 5 年房企拿地持续大幅下降、同时目前房企主体已经过度出清以及融资渠道仍未顺畅，从而导致后续拿地修复仍将缓慢而曲折，并考虑到从拿地同比领先于开工同比 6-9 个月的经验规律来看，预计目前拿地弱将预示 2026 年开工仍将惯性下行。因而，我们维持预测 2026 年全国新开工同比为-16.8%。展望中期，我们预计我国房地产已经处于筑底阶段，预计 2027 年起开工有望呈现底部复苏态势，并预计未来将更富弹性。

下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 竣工：竣工滞后新开工 2.5 年，短期承压、中期仍偏弱

从统计局行业数据来看，2010-2017 年，商品房竣工同比大约滞后于商品房新开工同比 10 个季度（约 2.5 年时间），但在 2018 年至 2020 年阶段，这个 10 个季度的传导关系有所延长，主要源于 2018Q3 棚改资金收紧、精装修比例提升以及 2020 年疫情等综合影响，导致了在那个阶段中开工传到竣工的时间延长到约 3-4 年左右时间。不过随着扰动因素的逐步消散，我们预计现阶段中开工和竣工的传导将回归至 10 个季度左右。

图 4：开工同比领先于竣工同比 10 个季度



资料来源：Wind，申万宏源研究

展望 2026 年，考虑到：1）从历史数据来看，开工同比领先于竣工同比约 10 个季度，按照传导关系来看，21Q3 开始开工持续下行将传导至 24Q1 后竣工的持续下行；2）保交楼虽然对于竣工有对冲作用，但在 2022-2024 年保交楼持续推进之后，后续对竣工托底效应也将逐步走弱，综合之下，我们预计竣工短期将承压。因而，我们维持预测 2026 年全国竣工同比为-14.6%。展望中期，考虑到：1）考虑到开工对竣工 2.5 年的传导效应，导致竣工走势具备一定滞后性；2）当前竣工累计降幅较其他前端指标仍然较小，因而，综合之下，我们预计中短期内竣工仍有下行压力。

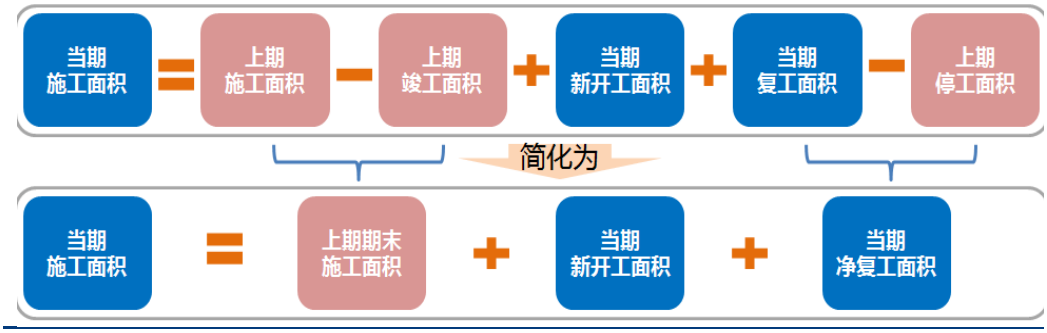
1.3 施工：开工和竣工拟合施工，施工偏滞后、呈走弱趋势

施工方面，当期施工面积=上期期末施工面积+当期新开工面积+当期净复工面积（其中，正数为净复工，负数为净停工）。在过往小周期中，新开工作为施工的最敏感的边际变量，并且新开工单月同比和施工单月同比同向变化，因而新开工的变化趋势往往被作为施工的变化趋势的指引。

下载日志已记录，仅供内部参考

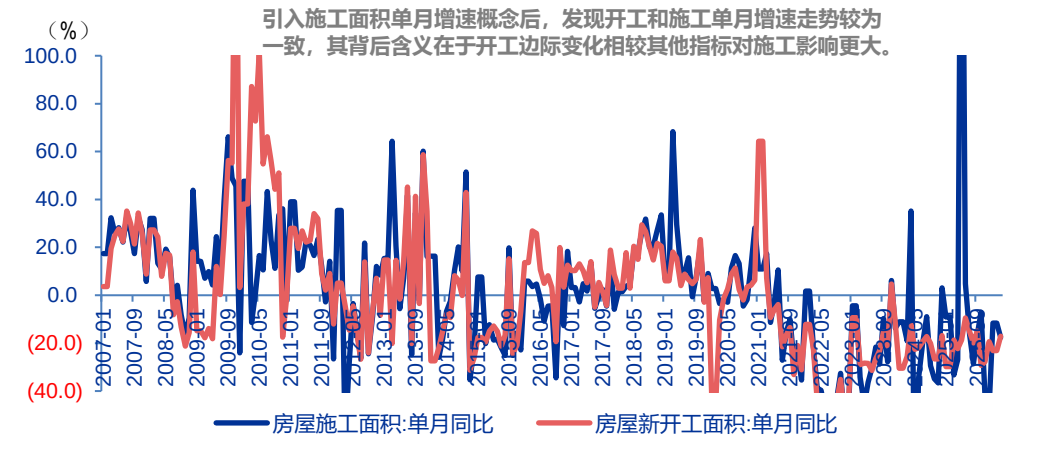
复工方面，由于 2020 年疫情导致的停工在 2021 年形成复工，同时三条红线导致房企低库存下进一步去杠杆也倒逼了 2020 年以前停工项目的复工增加，导致 2021 年净复工偏强。2022-2024 年行业资金紧张局势延续，房企出险规模持续增加，导致净复工走弱明显。

图 5：施工面积预测的逻辑框架



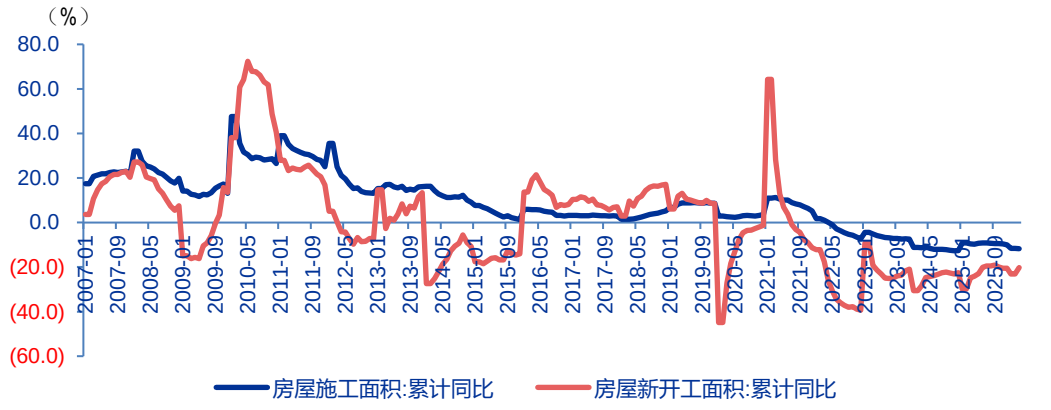
资料来源：申万宏源研究

图 6：新开工单月同比和施工面积单月同比关系



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：新开工累计同比和施工面积累计同比关系



资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

展望 2026 年，考虑到：1）目前行业新开工仍将处于磨底状态，新开工低迷对施工拖累将较为明显；2）目前竣工也将处于下行通道、并且后续缺乏弹性，综合之下，我们预计施工短期仍将处于偏弱状态。因而，我们维持预测 2026 年全国施工面积同比-14.3%。展望中期，考虑到：1）虽然开工短期走弱中期有弹性，但竣工短期承压中期仍缺乏弹性，综合将推动施工指标仍将处于低位；2）从数据类型来看，施工是余额的概念，注定是一个慢变量，同时竣工的滞后性也会传递给施工，综合导致施工是个慢变量、也将具有一定滞后性，因而，综合之下，我们预计中短期内施工仍有下行压力。

1.4 投资：施工和拿地拟合投资，投资偏滞后、呈走弱趋势

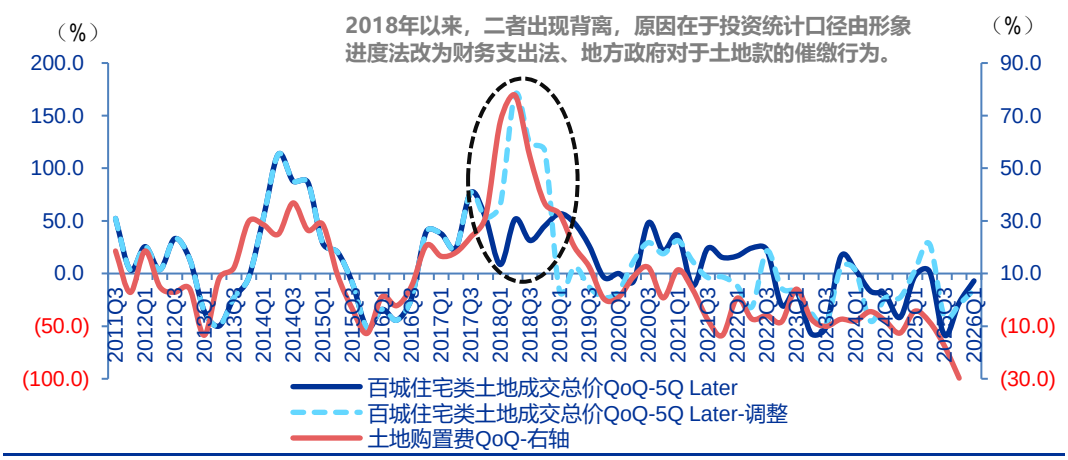
房地产投资主要包括施工投资及土地购置费两部分：

1）土地购置费：

一般而言，土地购置费滞后土地成交金额 15 个月，并且由于 2016-2017 年中土地成交金额持续走强，因而推动土地购置费自 2018 年起对于投资的贡献度将逐步提升。但从 2017 年的土地成交金额走势来看，呈现的是前高后低，因此土地购置费也应该在 2018 年出现逐步走弱的趋势。但 2018 年年初以来，土地购置费同比和滞后 15 个月土地成交金额同比出现了严重的背离，相悖于土地成交金额的走弱，土地购置费却大幅走强，我们认为原因在于：1）房地产投资统计口径由形象进度法改为财务支出法，从而导致了土地款记账行为前置；2）地方政府对于土地款的催缴行为（如拿地保证金比例提升），从而实现提前收缴后期的土地款分期，导致当期流入部分在提升，所以总体强于预期。

自 2018Q1 起，我们用百城土地成交总价（滞后 5Q）+当期百城土地成交总价*50%，并在 2019Q2 起，用百城土地成交总价（滞后 5Q）*50%+当期百城土地成交总价*50%，和土地购置费进行拟合，从而能够更好解释 2018 年起土地购置费与土地成交金额的背离。

图 8：土地购置费与百城土地成交总价（调整后并延后 15 个月）强相关



资料来源：Wind，申万宏源研究

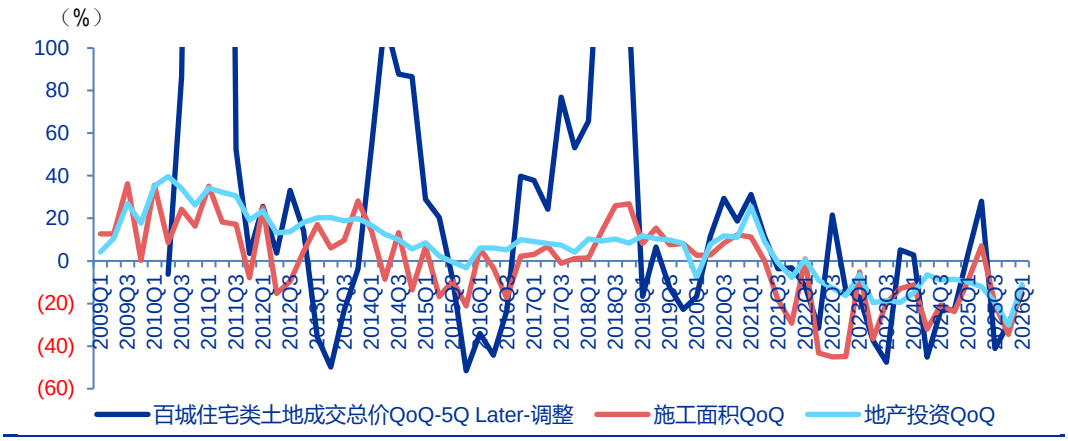
注：2018Q1 起调整 50%城市转换统计制度。

下载日志已记录，仅供内部参考

2）施工投资

施工投资=施工面积*单位施工投资单价。施工投资单价每年温和增长，我们发现施工面积和施工投资走势具备明显一致性。因此若对未来地产投资进行拟合时，可以直接使用施工面积去拟合施工投资。

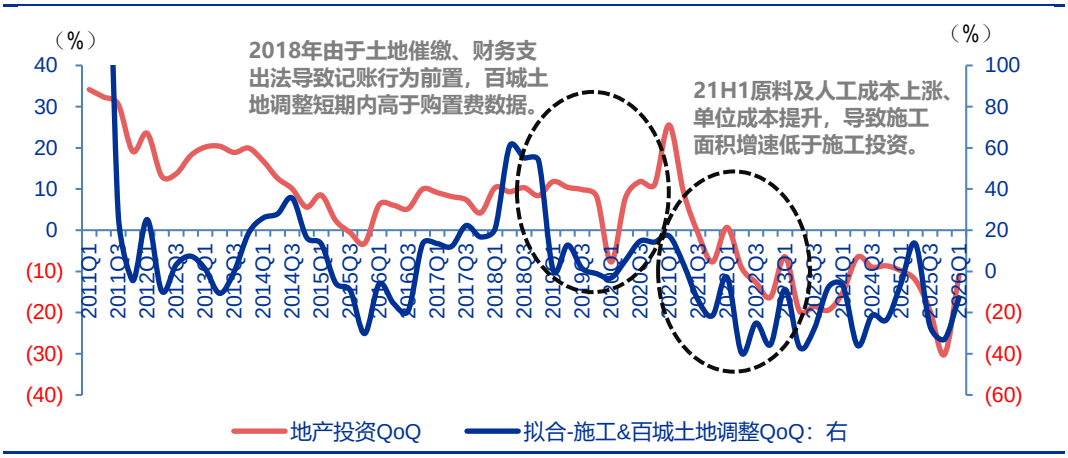
图 9：地产投资与施工面积、百城宅地成交总价同比关系



资料来源：Wind，申万宏源研究

根据以上分析，我们通过调整后的百城住宅类土地成交总价来拟合土地购置费、同时通过施工面积来估算施工投资，综合推导出估算的投资，并与实际投资数据拟合效果较好，尤其是 2020 年后的拟合度更高。

图 10：地产投资与施工、百城宅地成交价同比拟合关系



资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

展望 2026 年，从房地产投资的两部分组成看，土地购置费滞后当期土地出让金，年初至今土地市场热度略有回升，但仅局限于核心城市核心区域，整体仍然低迷；施工投资和施工面积强相关，我们判断施工面积短期仍然较弱；因此整体而言，考虑到本轮周期中供给主体的过度出清及补库存的困难，且投资也是偏滞后指标，因此我们判断后续投资仍有下行压力。因而，我们维持预测 2026 年全国房地产投资同比为-12.6%。

展望中期，考虑到开工有弹性、竣工和施工仍趋于偏弱，同时考虑到投资也是一个慢变量、并偏于滞后，因为我们预计中期维度仍有下行压力。

1.5 销售：短期销投分化、长期同步化，预计销售将弱复苏

在房地产行业融资趋紧背景下，销售对房企重要性不言而喻，房企的销售现金流也会改变内在投资运营逻辑。我们发现，随着行业进入到不同时期，房企在销投策略上也会发生相应变化。

1）2014 年以前，从全国销售、百城土地成交走势看，房企销售和拿地趋势基本一致，且其拿地增速明显高于销售增速，这也推动行业处于持续加库存阶段。

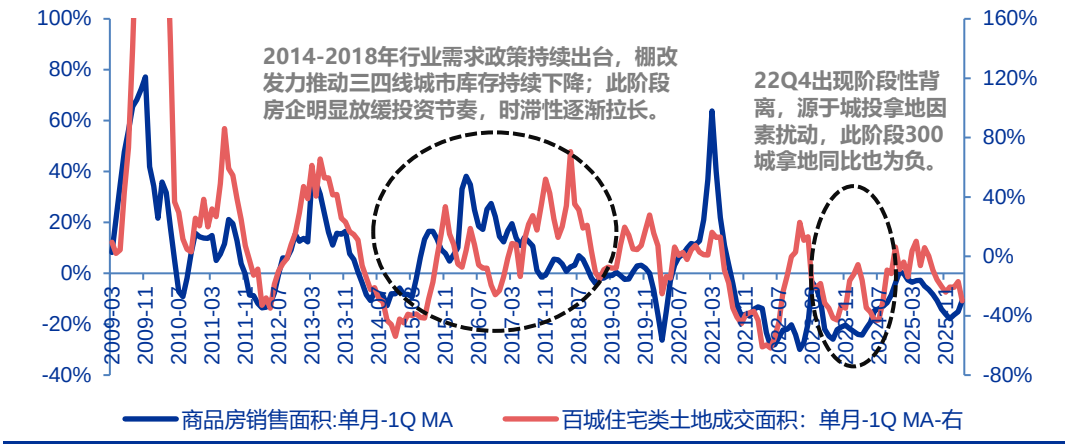
2）2014 年下半年开始，行业库存到达历史高位，房地产开启去库存工作，2014-2018 年行业需求端政策持续出台，棚改发力推动三四线城市库存持续下降，直到 2018 年下半年棚改大潮逐渐退坡；此阶段房企明显降低在手库存规模，放缓投资节奏，因此房企投资出现明显滞后销售的情况，且时滞性逐渐拉长，2014H2 至 2016Q1 处于去库存早期阶段，投资滞后销售 3 个月；2016Q1 至 2018 年初处于加速去库存阶段，投资滞后销售延长至 1-1.5 年之间（2016 年 5 月行业迎销售高峰，2017 年 11 月土地成交迎高峰）。

3）2018 年下半年开始，棚改退坡、行业去库存任务阶段性结束，行业销售和拿地再次同步，但 2022Q4 行业销售和拿地再次暂时性背离，销售同比持续下降、但百城土地成交同比转正，这主要源于城投拖底拿地现象明显（若观测中指院 300 城 2022Q4 土地成交，与销售同样处于负增长态势），我们认为拿地阶段性背离销售更多是非市场化扰动结果。

我们判断当前行业供给侧已经处于过度出清状态，中短期行业存在拿地主体缺失、拿地能力不足的问题，行业也会阶段性出现销售领先拿地表现；而从长期走势看，房企以销定投、销投同步的策略并没有改变，行业进入平衡状态后销投一体化将成为常态。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 11：商品房销售面积同比及百城住宅类土地成交面积同比关系



资料来源：Wind，申万宏源研究

展望 2026 年，考虑到供给侧过度出清及补库存的库存将在供给端约束需求复苏，同时购买力及购买意愿也有所约束需求修复，因而判断销售或在短期维度仍处于需求中枢之下，我们维持预测 2026 年地产销售面积同比为-7.5%、销售金额同比为-9.4%。

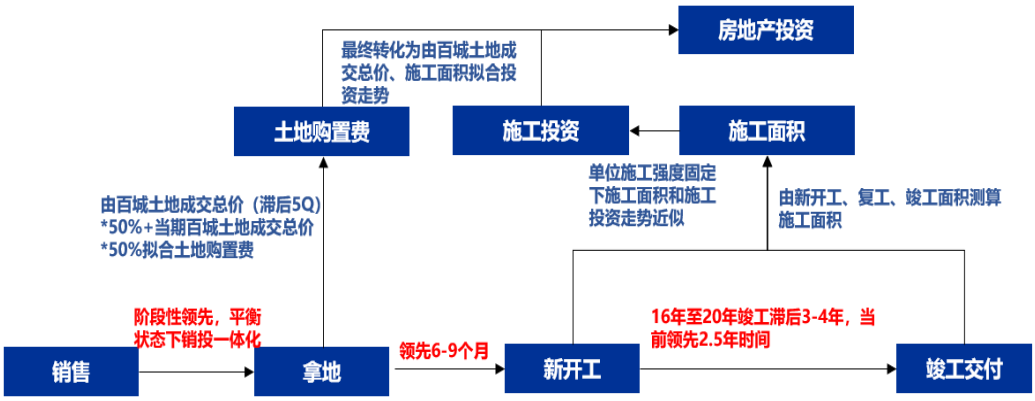
展望中期，我们认为，当前销售规模已然深度调整，同时需求端政策持续发力，筑底更为确定。综合之下，我们预计 2027 年地产销售将有所修复，但仍将处于弱复苏态势。

1.6 小结：目前前端弱、后端稳，料后续前端筑底、后端弱

复盘过往，我们认为，尽管从项目周期看，单项目施工需要经历拿地-规划设计-开工-施工-预售-竣工交付的生命周期，但在总量指标关系看，各指标并没有完全呈现出项目周期特点；在众多指标中，销售是最前瞻性指标，销售从 2014-2018 年去库存阶段领先拿地，到 2018 年后销投同步化，往后看行业供给侧出清过度、中短期仍会出现销售领先拿地局面；而拿地领先新开工 6-9 月时间；开工领先竣工 2.5 年时间；此后可以通过开工、竣工测算出施工趋势；而统计局的房地产开发投资指标又可以通过调整后的百城土地成交总价、施工投资进行拟合。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：地产基本面各指标关系



资料来源：申万宏源研究

展望后续，我们认为短期开工仍将下行、但已深度调整，后续反弹可期；竣工进入下行通道，滞后指标后续承压；施工、投资存在滞后性、后续反应较弱；销售短期较弱，但已然超跌，后续弱复苏确定性高。

展望 2026 年，我们维持预测：2026 年新开工同比-16.8%、竣工同比-14.6%、施工面积同比-14.3%、地产投资同比-12.6%、销售面积同比-7.5%、销售金额同比-9.4%。

展望 2027 年及中期，我们认为房地产将呈现前端筑底、后端弱的走势，预计开工经历深度调整后底部复苏、弹性更强，销售呈现弱复苏态势；但竣工仍下行压力大，同时施工、投资表现仍然偏弱。

表 1：2026 年房地产开发投资数据预测汇总表

年份	施工面积 (万平米)	新开工面积 (万平米)	竣工面积 (万平米)	土地购置费 (亿元)	投资额 (亿元)	销售额 (亿元)	销售面积 (万平米)	销售均价 (元/平米)
2013	665,572	201,208	101,435	13,502	86,013	81,428	130,551	6,237
2014	726,482	179,592	107,459	17,459	95,036	76,292	120,649	6,324
2015	735,693	154,454	100,039	17,675	95,979	87,281	128,495	6,793
2016	758,975	166,928	106,128	18,779	102,581	117,627	157,349	7,476
2017	781,484	178,654	101,486	23,169	109,799	133,701	169,408	7,892
2018	822,300	209,342	93,550	36,387	120,264	149,973	171,654	8,737
2019	893,821	227,154	95,942	41,675	132,194	159,725	171,558	9,310
2020	926,759	224,433	91,218	44,452	141,443	173,613	176,086	9,860
2021	975,387	198,895	101,412	43,505	147,602	181,930	179,433	10,139
2022	904,999	120,587	86,222	41,030	132,895	133,308	135,837	9,814
2023	838,364	95,376	99,831	38,617	110,913	116,622	111,735	10,437
2024	733,247	73,893	73,743	35,655	100,280	96,750	97,385	9,935
2025	650,815	58,770	60,348	30,760	82,788	81,400	88,101	9,239
2026E	557,671	48,881	51,554	28,963	72,392	73,787	81,492	9,055
同比(%)	**施工面积**	**新开工面积**	**竣工面积**	**土地购置费**	**投资额**	**销售额**	**销售面积**	**销售均价**
2013	16.1	13.5	2.0	11.6	19.8	26.3	17.3	7.7
2014	9.2	(10.7)	5.9	29.3	10.5	(6.3)	(7.6)	1.4
2015	1.3	(14.0)	(6.9)	1.2	1.0	14.4	6.5	7.4
2016	3.2	8.1	6.1	6.2	6.9	34.8	22.5	10.1
2017	3.0	7.0	(4.4)	23.4	7.0	13.7	7.7	5.6
2018	5.2	17.2	(7.8)	57.0	9.5	12.2	1.3	10.7
2019	8.7	8.5	2.6	14.5	9.9	6.5	(0.1)	6.6

下载日志已记录，仅供内部参考

2020	3.7	(1.2)	(4.9)	6.7	7.0	8.7	2.6	5.9
2021	5.2	(11.4)	11.2	(2.1)	4.4	4.8	1.9	2.8
2022	(7.2)	(39.4)	(15.0)	(5.7)	(10.0)	(26.7)	(24.3)	(3.2)
2023	(7.2)	(20.4)	17.0	(5.5)	(9.6)	(6.5)	(8.5)	6.4
2024	(12.7)	(23.0)	(27.7)	(8.7)	(10.6)	(17.1)	(12.9)	(4.8)
2025	(11.2)	(20.5)	(18.2)	(13.7)	(17.4)	(15.9)	(9.5)	(7.0)
2026E	(14.3)	(16.8)	(14.6)	(5.8)	(12.6)	(9.4)	(7.5)	(2.0)

资料来源：国家统计局，申万宏源研究

2. 国际借鉴：全国底左侧地产弹性更强，右侧产业链更强

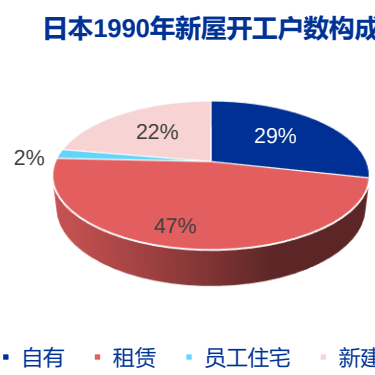
2.1 日本经验：房企轻资产谋变、股价领先东京房价启动

2.1.1 行业复盘：开工、销售跌幅超 50%

复盘日本 1990 年以来的房地产危机，在城市化率进入瓶颈期、人口增速达峰、企业杠杆率饱和下，日本地产开工、销量等指标达到历史高位。随后随着股市崩塌、持续加息、金融机构房地产贷款限制以及地价税出台的共同作用下，日本房地产泡沫开始破裂，并开启了“失去的 20 年”的经济下行通道。

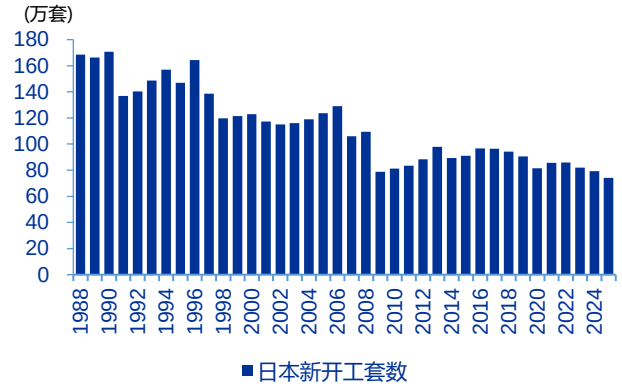
1）开工方面，2009 年低点较 1990 年高点-54%。1990 年日本新开工住宅户数达到峰值 171 万套，此后持续波动式下滑，直到 2009 年探底至 79 万套，累计跌幅 54%。

图 13：日本新开工住宅户数占比



资料来源：日本不动产经济研究所，申万宏源研究

图 14：日本商品房新开工套数



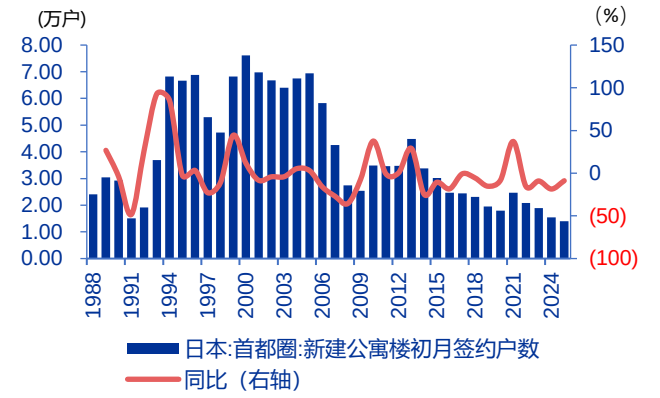
资料来源：日本不动产经济研究所，申万宏源研究

2）销售方面，首都圈 1991 年低点较 1989 年高点-50%，近畿圈 1990 年低点较 1989 年高点-87%。主要采用首都圈（东京都市圈）和近畿圈（大阪都市圈）分析，可以类比国内一二线城市。首都圈和近畿圈新建公寓在 1991 年的销量分别降至 1.5 万套和 0.7 万套，较 1989 年高点的 3.0 万套和 2.4 万套分别-50%和-71%；1992-1994 年销量反弹并创新高、

下载日志已记录，仅供内部参考

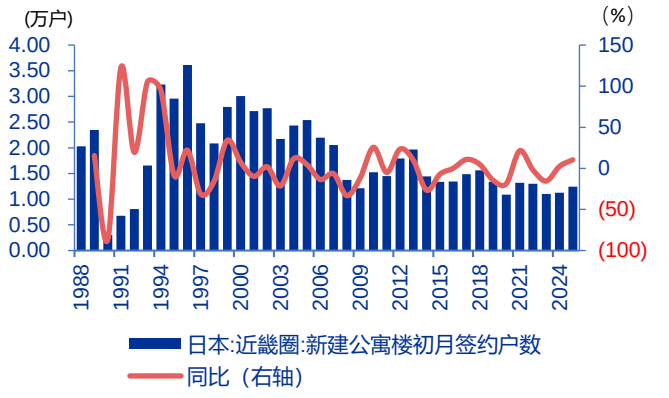
分别达到 6.8 万套和 3.2 万套。随着不良债权逐步暴露以及两次金融危机影响，首都圈和近畿圈销量在 2000 年再次创新高达到峰值 7.6 万套和 3.0 万套，后续逐步下行、2020 年分别降至 1.8 万套和 1.1 万套，分别较最高点-76%和-70%。

图 15：日本首都圈新建公寓销量及同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 16：日本圈近畿圈新建公寓销量及同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

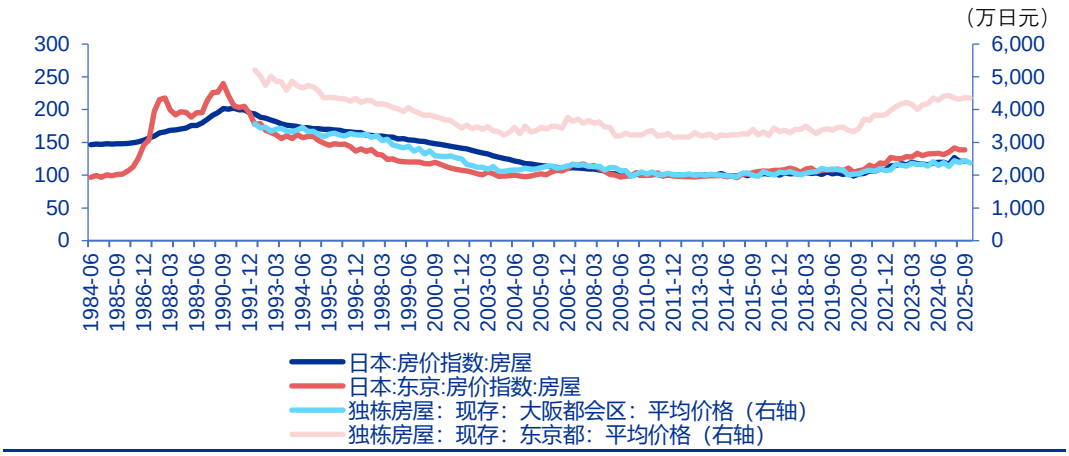
2.1.2 股价驱动：估值驱动，领先东京房价 9 个月

复盘日本房地产板块股价与房价关系：我们发现，行业基本面盈利、估值双升，并且板块股价领先东京房价提前启动。

房价端：东京房价弹性更大、更早见底，差异化出现在 2003-2007 年间，出现东京上、大阪平、全国下趋势。根据国际清算银行数据，日本房屋房价指数自 1991 年 3 月达峰，此后持续下行，至 2009 年 4 月探底；东京房价在 1990 年之前涨幅更为迅猛，调整更为剧烈，1990 年达峰，持续下行至 2004 年 1 月低点，此后东京房价开始回升，至 2007 年 9 月达到阶段高点，全程房价涨幅 23%，而同期日本全国房价还在下行，全国房价下行 11%。若观测更多城市，根据日本土地综合研究所，以独栋房屋平均价格指标衡量东京都、大阪都房价走势，我们发现二者趋势基本一致，但东京都明显弹性更大，其最大差异在于 2003-2007 年期间东京都出现房价上行，大阪都房价基本横住，而日本整体房价仍然处于阴跌过程中。

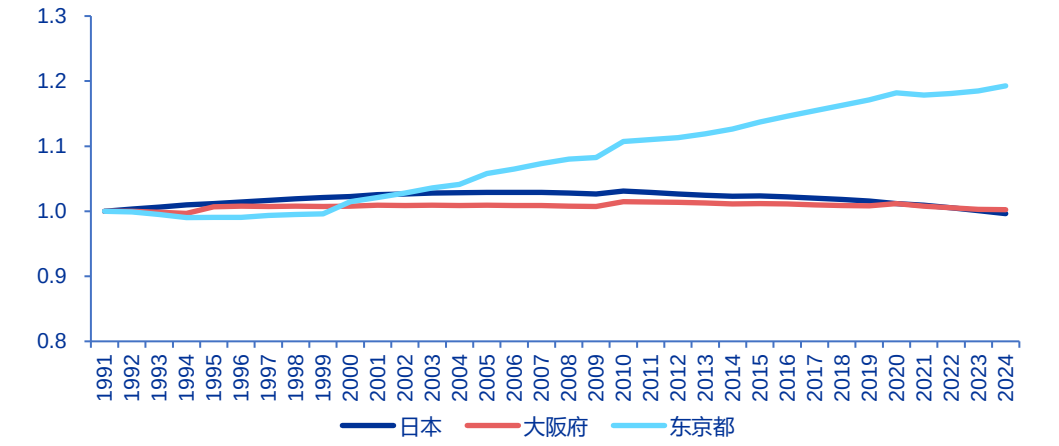
下载日志已记录，仅供内部参考

图 17：日本及东京、大阪房价走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 18：日本及东京都、大阪府人口变化

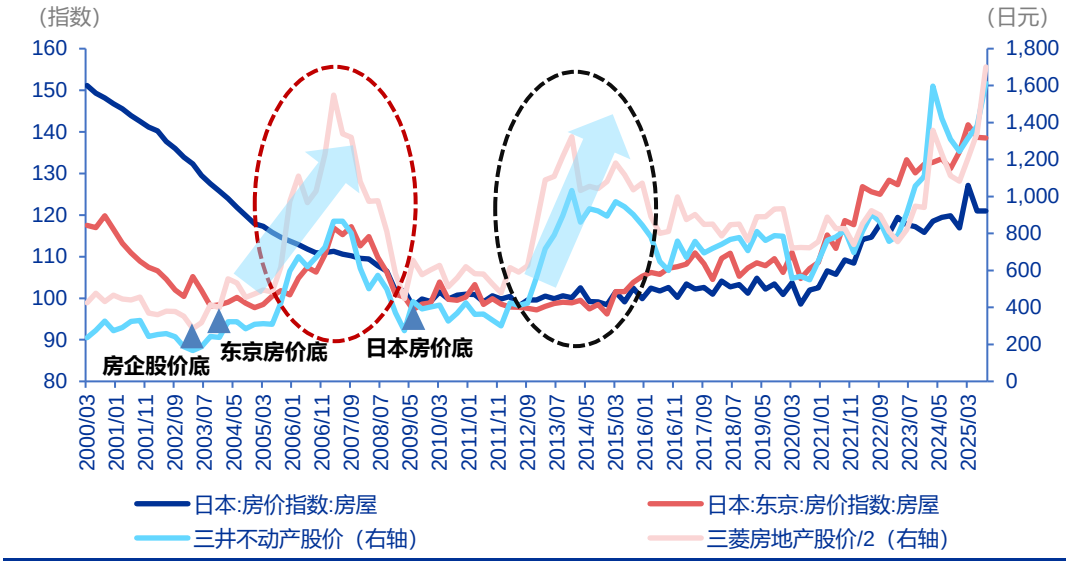


资料来源：Wind，申万宏源研究（备注：以 1991 年为基数）

股价端：尽管全国房价见底经历更长时间，但股价表现明显领先全国房价，甚至略早于东京房价走势。以龙头公司三井不动产、三菱房地产为例，二者股价具备非常强一致性，以月度股价频率看，股价底均出现在 2003 年 4 月，此后持续上行至 2007 年 5 月达到阶段高点，区间涨幅分别达到 509%、448%，同期日经 225 指数股价涨幅 128%、地产公司超额收益明显；而从房价表现看，东京房价底在 2004 年 1 月，股价上涨起始时间领先于东京房价底 9 个月时间，股票市场表现具备前瞻性。

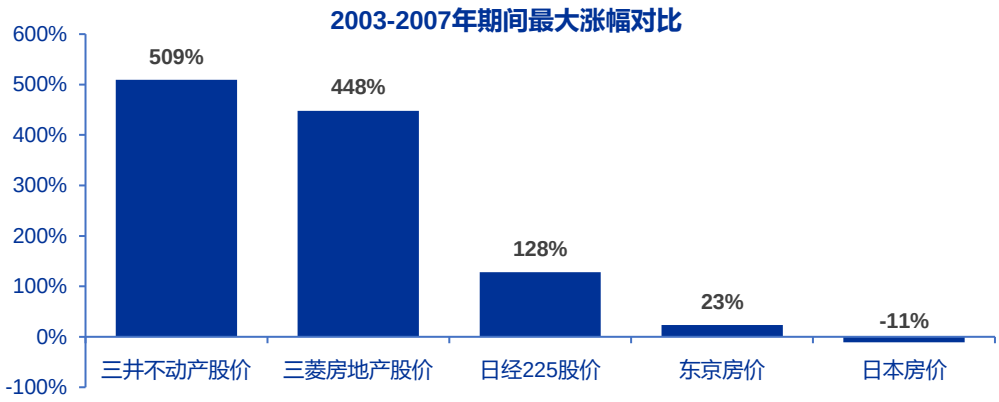
下载日志已记录，仅供内部参考

图 19：日本房价及股价关系



资料来源：Wind，CEIC，申万宏源研究

图 20：日本房价及股价 2003-2007 年最大涨幅

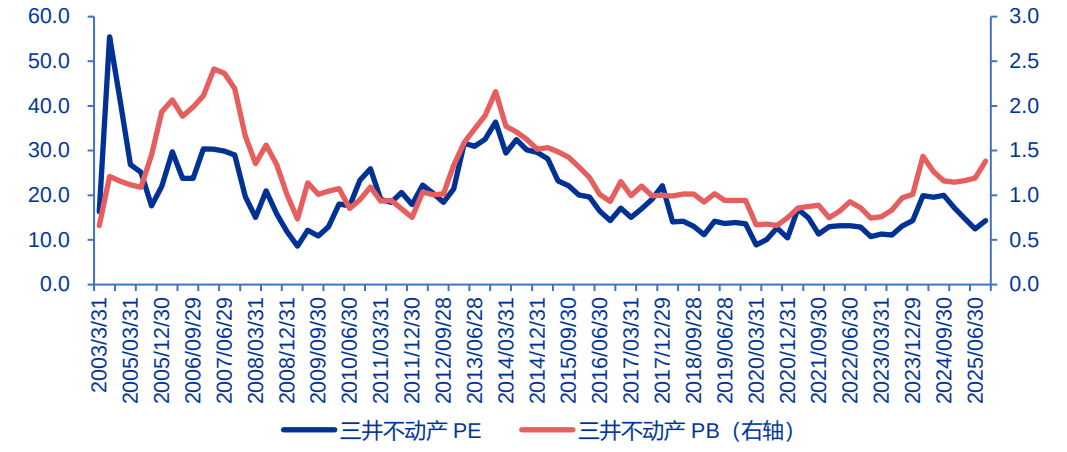


资料来源：Wind，CEIC，申万宏源研究（备注：日经 225 股价涨幅与三井不动产及三菱房地产取同期 2003 年 4 月-2007 年 5 月；日本房价涨幅与东京涨幅取同期 2004 年 1 月-2007 年 9 月）

从股价驱动看，2003 年股价上涨源于估值 PB 端提升明显、业绩端基数较低意义不大。以三井不动产为例，股价底出现在 2003 年 4 月，业绩端看，公司营收稳定背景下业绩在 2001 年转正、2003 年业绩小幅下滑、2004 年仍有下滑，2003-2007 年业绩涨幅 194%，而估值端 PE 在 2003 年 3 月为 16 倍，至 2007 年 3 月 30 倍，涨幅 86%；PB 在 2003 年 3 月为 0.7 倍，至 2007 年 3 月 2.4 倍，涨幅 266%。公司在 2003 年开始尽管业绩增速较高、但绝对值较低，因此 PE 估值本身也是虚高，所以 PE 涨幅不如业绩涨幅；但业绩绝对值较低时应该观察 PB 变化，公司市值上涨主要源于资产价值重估结果，PB 快速拉升。

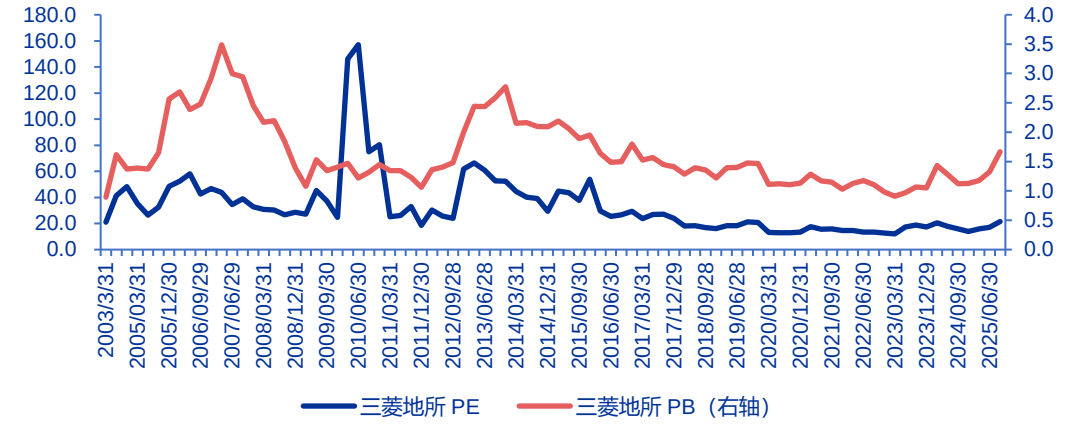
下载日志已记录，仅供内部参考

图 21：三井不动产 PB 及 PE 趋势



资料来源：彭博，申万宏源研究

图 22：三菱房地产 PB 及 PE 趋势



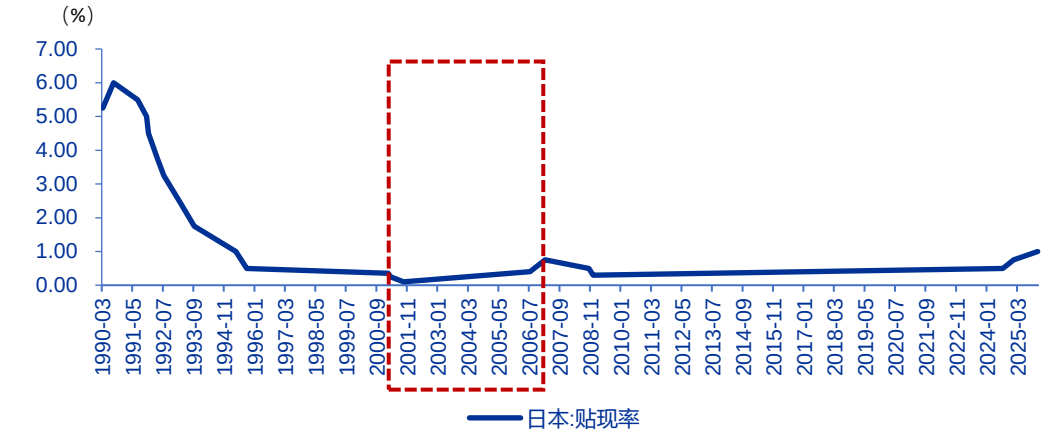
资料来源：彭博，申万宏源研究

2.1.3 房企格局：积极转型，轻资产谋变

宏观背景方面，零利率、J-REITs 及救市政策推动市场稳定。日本从 2001 年 2 月开始重启降息，重启零利率，3 月贴现率从 0.25%下降至 0.1%，推出量化宽松政策（QE），将货币政策的操作目标由此前的无担保隔夜拆借利率变为金融机构存放在央行的准备金余额，购买长期国债以此向市场注入流动性。同时日本 J-REITS 开始蓬勃发展，2001 年 3 月东京证券交易所开设 J-REIT 市场；9 月首批两支 J-REIT 在东京证券交易所正式上市。此外，2002 年 10 月，日本政府出台《金融再生计划》，2023 年 4 月成立产业再生机构。

下载日志已记录，仅供内部参考

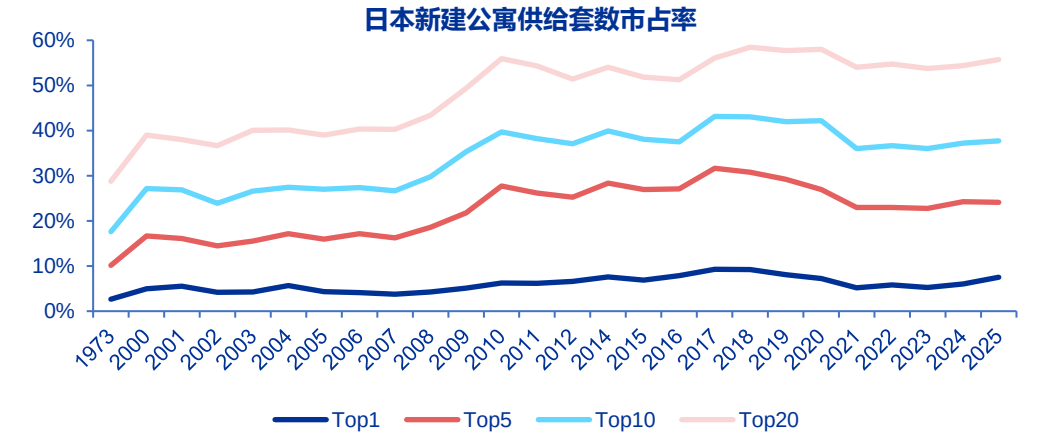
图 23：日本贴现率



资料来源：Wind，申万宏源研究

龙头集中度持续提升趋势不变，2003 年开始头部房企率先盈利修复，此后规模集中度提升。Top10 供给集中度从 1973 年的 18%提升至 2000 年的 27%，2003-2007 年稳定在 27%，2008 年开始增长、此后跳增至 2010 年的 40%。从趋势看，2003 年东京房价开始上行，而全国房价仍在阴跌过程中，房企集中度并未明显提升，而是保持相对稳定；此后进入 2008 年开始尽管遭遇金融危机，但房企明显更为积极，行业向下调整下房企保持稳健规模，集中度开始拉升，随着全国房价的见底企稳，行业集中度开始快速提升。**日本房企整体经营策略上相对稳健，率先见到盈利修复、同时在全国房价企稳后才开始追求规模增长，前期出清周期漫长也使得后续房企修复较为缓慢，但供给侧改革后胜出房企开始充分享受到格局优化红利，最终在业绩实现、市场估值上均有明显突破。**

图 24：日本新建公寓供给户数：2025 年 Top10 市占率达到 38%



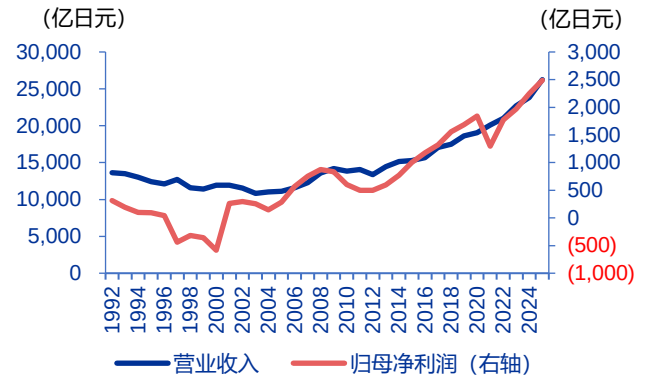
资料来源：日本不动产经济研究所，申万宏源研究

头部房企穿越周期，源于具备强大财阀背景及前期不断兜售资产，后期通过积极谋变、轻资产化寻求发展。目前头部企业三井、住友、三菱背后均有较大的财阀资源作为支撑，同时困境时期积极处置资产。以三井不动产为例，1997-2000 年公司连续出现亏损，负债

下载日志已记录，仅供内部参考

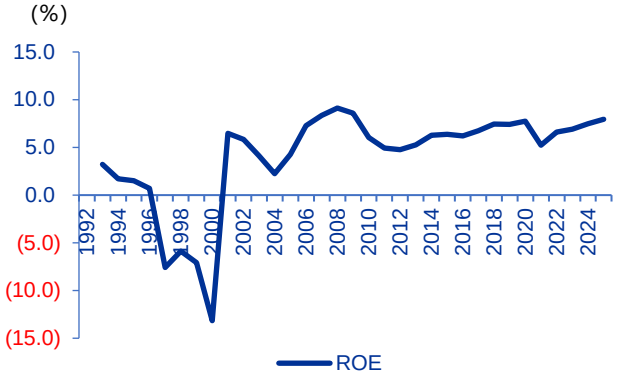
高企，2000 年公司同京城电铁培育的 Oriental Land（拥有东京迪士尼乐园的经营权）在 2000 年不得已以 IPO 价值的约 60%折价出售股权，为三井不动产带来了 304 亿日元的股权出售收益。同年，公司积极谋变，提出新发展计划，通过“去杠杆、转轻资产、创新增长” 三大战略转型，分别在 2001 年、2004 年、2006 年发行三支 J-Reits，增加持有型物业利润贡献。

图 25：三井不动产营收及归母净利润趋势



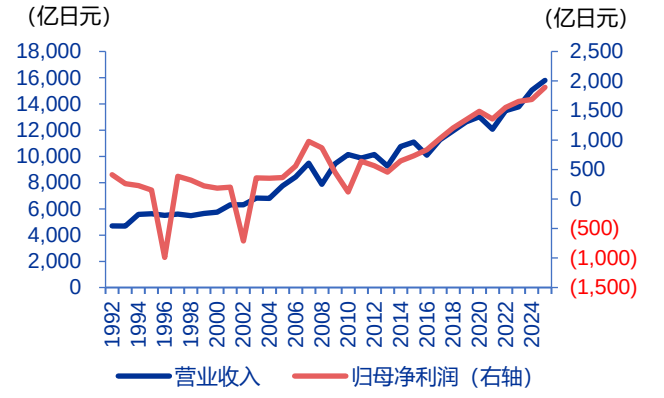
资料来源：彭博，申万宏源研究

图 26：三井不动产 ROE



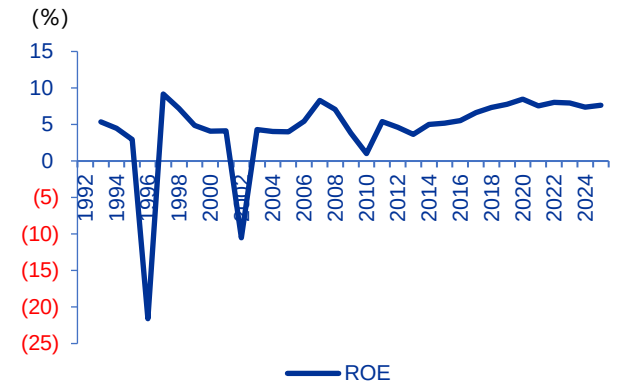
资料来源：彭博，申万宏源研究

图 27：三菱房地产营收及归母净利润趋势



资料来源：彭博，申万宏源研究

图 28：三菱房地产 ROE



资料来源：彭博，申万宏源研究

2.1.4 地产链：房地产弹性更强，产业链持续性更佳

复盘日本房地产链板块股价与房价关系：我们发现，产业链公司和房地产公司股价趋势较为一致，其股价底部时间接近，基本都领先于核心城市房价底；在全国房价底左侧房地产公司股价弹性更强，在右侧产业链公司股价持续性会更好。

以日本地产链公司似鸟控股为例，似鸟控股是日本领先的家具与家居用品零售集团，于 1967 年成立，2002 年东京交易所上市，宜得利是似鸟控股旗下主打的家居连锁零售品牌，在中国大陆、日本及全球市场以“NITORI 宜得利家居”名义运营。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 29：NITORI 集团蓝图



资料来源：NITORI 官网，申万宏源研究

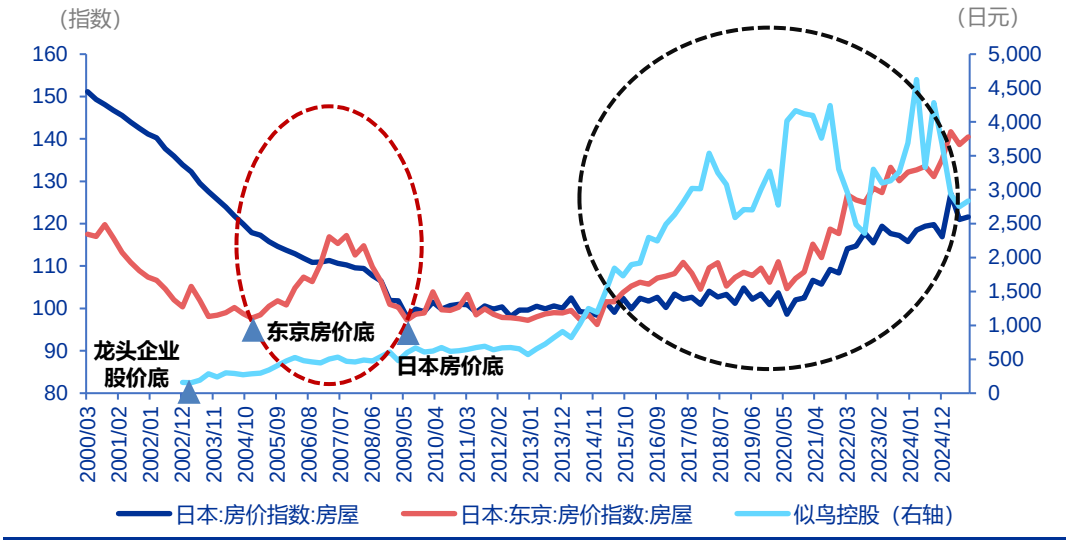
地产链公司股价驱动时间一致，在核心城市房价底到全国房价底区间内地产公司股价表现更强，全国房价底出现后产业链持续性更好。

似鸟控股自 2002 年 10 月上市后，股价最低点出现在 2003 年 3 月，三井和三菱股价最低点出现在 2003 年 4 月，基本同步；此后房地产及产业链股价均具备明显绝对收益和超额收益。

以 2003 年 1 月为起点，地产公司三井不动产股价的超额收益在 2007 年 5 月达到最高值，累计超额收益 296%；产业链公司似鸟控股本阶段超额收益 78%，此后三井不动产股价超额收益回落、似鸟控股收益回升，至 2008 年 8 月似鸟控股收益超过三井不动产，此后在 2009-2012 年期间似鸟控股持续跑赢三井不动产，2013 年二者收益再次打平，至 2013 年末，三井不动产、似鸟控股超额收益分别为 353%、346%。

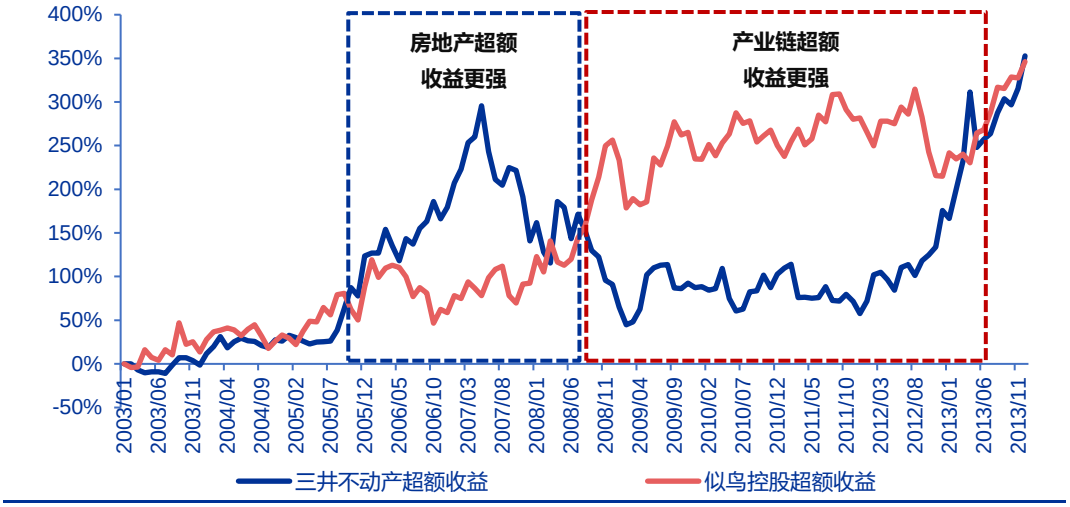
下载日志已记录，仅供内部参考

图 30：日本房价及产业链公司股价关系



资料来源：Wind，CEIC，申万宏源研究

图 31：日本房地产企业和产业链企业相对日经 225 超额收益

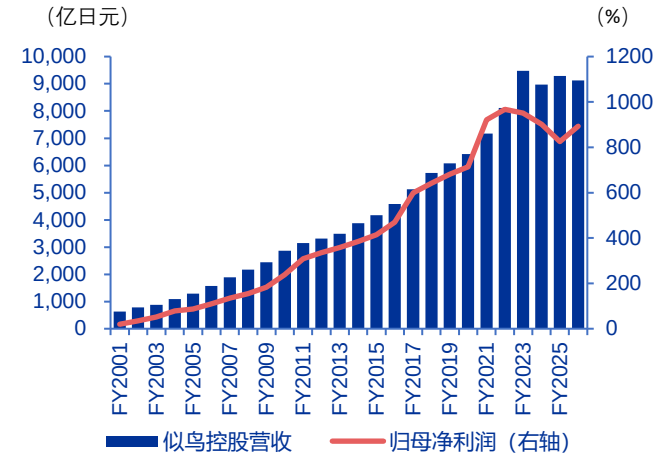


资料来源：Wind，CEIC，申万宏源研究

似鸟控股股价强势，2003-2006 年源于业绩及估值双击，2006-2012 年源于业绩持续性更好。从似鸟控股业绩和估值看，公司自 2001 年开始营收和业绩规模持续增长，且毛利率也稳定在 45%以上。从股价驱动看，2003 年 1 月开始公司股价具备超额收益，2003-2006 年期间股价上升源于业绩和估值的双重提升；2006 年后似鸟控股股价较房地产公司股价表现更为强势，源于业绩端持续增长，尽管估值有回调，但业绩表现亮眼。

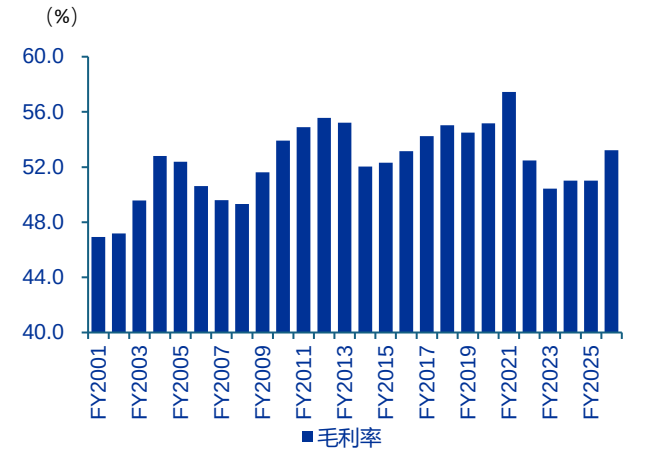
下载日志已记录，仅供内部参考

图 32：似鸟控股营收及归母净利润趋势



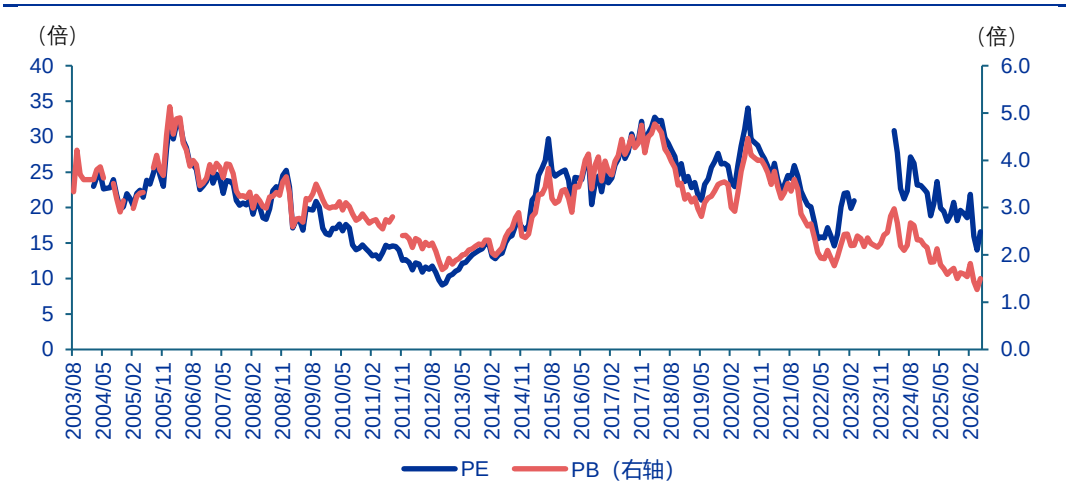
资料来源：彭博，申万宏源研究

图 33：似鸟控股毛利率趋势



资料来源：彭博，申万宏源研究

图 34：似鸟控股 PE 和 PB 趋势



资料来源：彭博，申万宏源研究

2.2 美国经验：房企收购兼并、股价领先核心 6 城房价启动

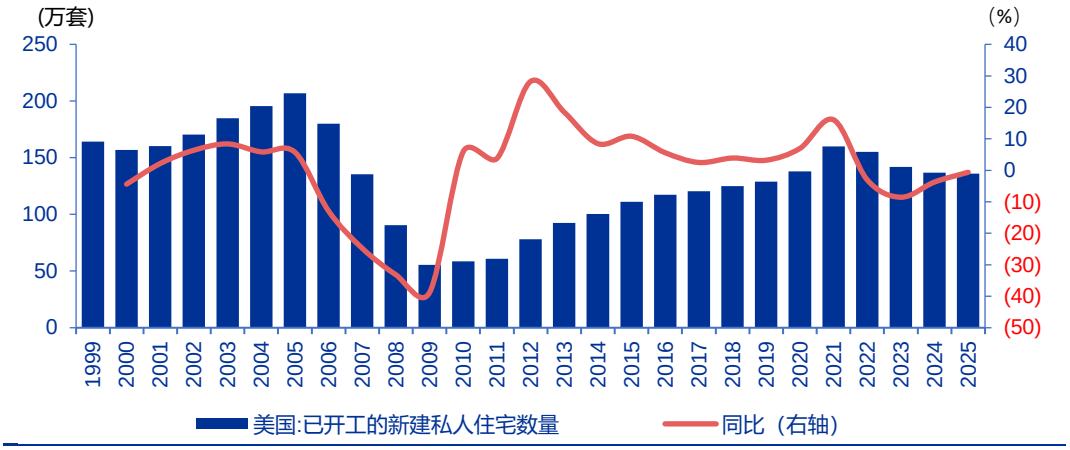
2.2.1 行业复盘：开工、销售跌幅超 70%

复盘美国 2005-2011 年房地产危机，美国出现城市化率饱和、人口增速下滑背景下，美国地产开工、销量等指标达到历史高位后开始快速下滑，但整体下行周期明显短于日本，2009-2011 年各指标明显走出底部、开始进入到上行通道。

1）开工方面，2009 年低点较 2005 年高点-73%。2005 年美国新开工住宅户数达到峰值 207 万套，随后行业经历 4 年回调，2009 年开工户数 55 万套，同比-39%，较 2005 年高点 207 万套-73%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 35：美国新开工套数及同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

2）销售方面，2011 年低点较 2005 年高点-71%。2005 年美国新建住房销量达到峰值 128 万套，随后行业经历 6 年回调，2011 年新建住房销售 31 万套，同比-5%，较 2005 年高点 128 万套-71%。

图 36：美国新房销售套数及同比



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2.2 股价驱动：估值驱动，领先旧金山房价 3-4 月

复盘美国房地产板块股价与房价关系：我们发现，

房价端：全国房价 2012 年初见底、城市分化明显，出现洛杉矶、旧金山为首部分城市领先 2-3 年见底。美国房屋房价指数自 2007 年 2 月达峰，此后持续下行，至 2012 年 2 月探底，较 2007 年高点回撤 26%；但城市之间分化明显，我们跟踪的美国 20 个大中城市中，整体探底有三个不同时间段：以洛杉矶、旧金山为首的 6 个城市在 2009 年上半年房价逐渐见底企稳；以底特律为首的 3 个城市在 2011 年 3-5 月探底，其余城市普遍在 2011 年末、2012 年初见底，与全国房价见底节奏一致。

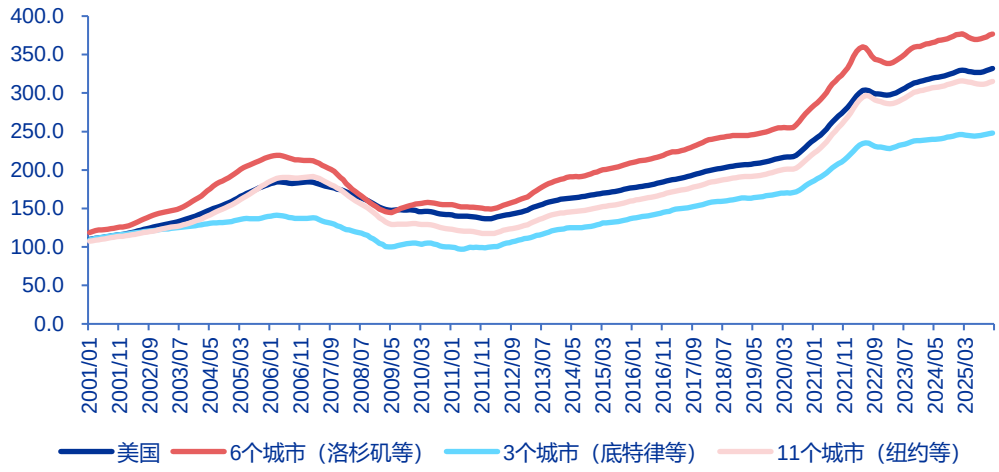
下载日志已记录，仅供内部参考

不同城市之间房价走势分化，源于产业结构、人口等因素导致城市基本面有所差异。

（1）房价率先止跌回升城市：以旧金山为例，房价率先企稳源于旧金山硅谷科技行业强势复苏，大量资金涌入科技行业，提供高薪岗位，增强了旧金山购房力量和需求；以洛杉矶为例，娱乐产业受冲击较少，就业相对稳定，且加州供需相对健康。产业结构健康带来人口持续流入，旧金山、洛杉矶 2012 年人口较 2007 年人口增长分别为 7%、4%，房价均在 2009 年 5 月见底。

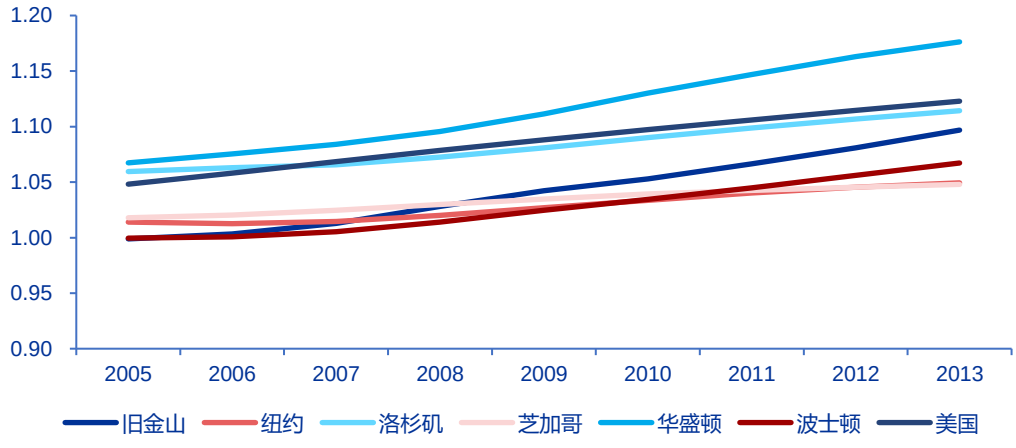
（2）房价止跌较慢城市：以纽约为例，房价修复较慢，源于纽约作为金融中心，受金融危机冲击更大，人口复苏相对较慢，2012 年人口较 2007 年人口增长 3%，房价在 2012 年 3 月见底；以芝加哥为例，人口表现乏力，产业转型滞后、制造业衰退，购买力下行，2012 年人口较 2007 年人口增长 2%，房价在 2012 年 4 月见底。

图 37：美国房价走势



资料来源：Wind，申万宏源研究（备注：以 2001 年为基数 100）

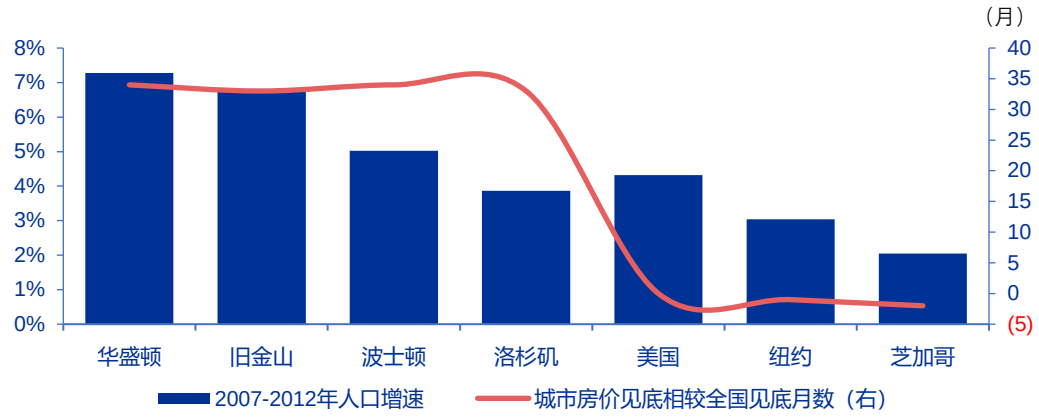
图 38：美国及核心城市人口变化



资料来源：Wind，申万宏源研究（备注：以 2005 年为基数 1）

下载日志已记录，仅供内部参考

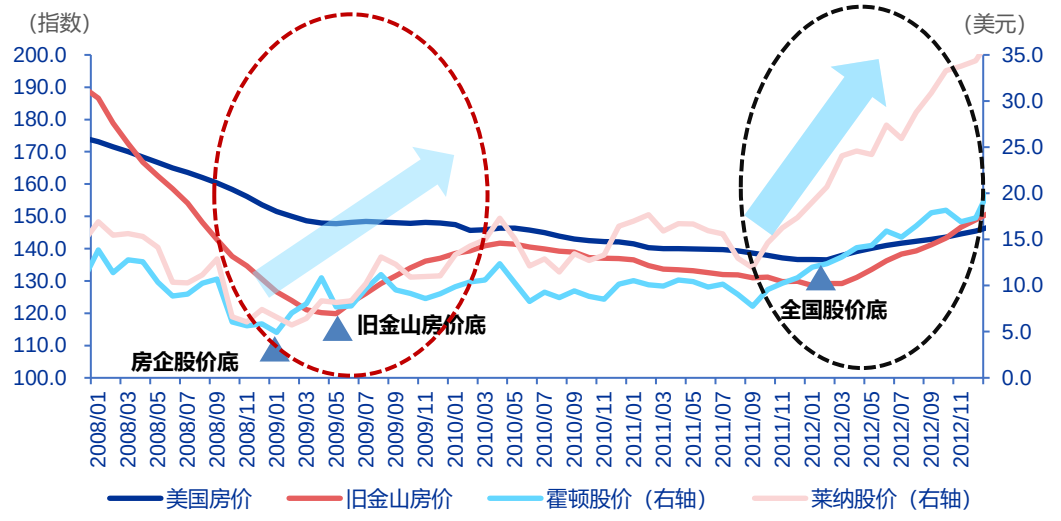
图 39：美国及核心城市人口变化及房价见底时间点



资料来源：Wind，申万宏源研究（备注：城市房价见底相较全国见底月数，若为负数则滞后全国房价，正数为领先全国房价）

股价端：尽管全国房价见底时间较长，但股价表现明显领先全国房价，略领先于第一波强势城市房价起点。以霍顿公司为例，股价底出现在 2009 年 1 月，此后持续上行，至 2010 年 4 月出现阶段高点，股价涨幅 151%；期间莱纳股价最大涨幅 202%（2009 年 2 月-2010 年 4 月），标普 500 最大涨幅 61%（2009 年 2 月-2010 年 4 月），地产公司股票超额收益明显；而从房价表现看，旧金山房价底在 2009 年 5 月，至 2010 年 4 月阶段高点，房价涨幅 18%，全国房价一直下行，房价跌幅-6%（2009 年 1 月-2010 年 12 月）；股价上涨起始时间领先于旧金山房价底 3-4 个月时间，股票市场表现具备前瞻性。

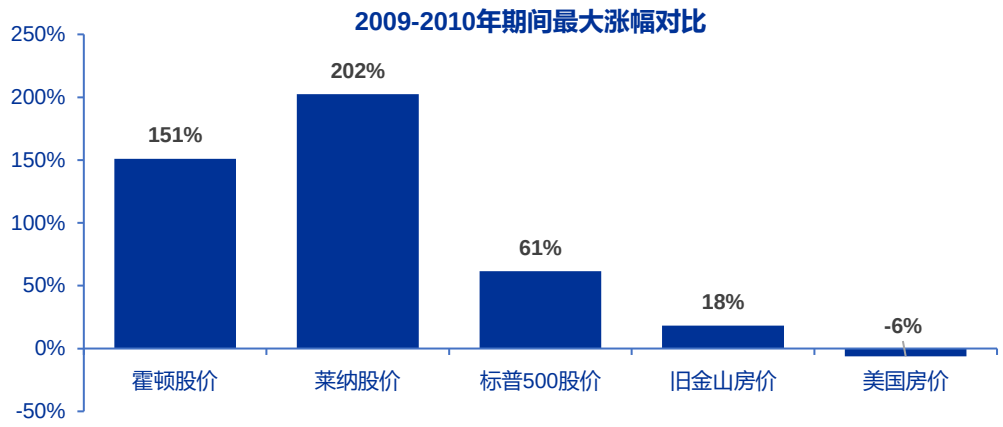
图 40：美国房地产公司股价走势



资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

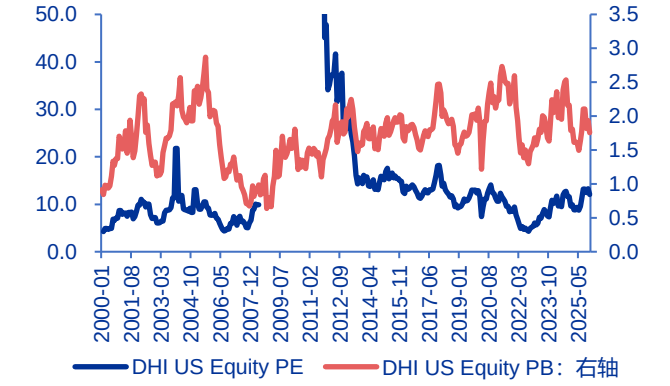
图 41：美国房价及股价 2009-2010 年最大涨幅



资料来源：Wind，CEIC，申万宏源研究（备注：霍顿股价涨幅区间 2009 年 1 月-2010 年 4 月；莱纳及标普 500 股价取区间 2009 年 2 月-2010 年 4 月；旧金山房价区间 2009 年 5 月-2010 年 4 月；美国房价区间 2009 年 1 月-2010 年 12 月）

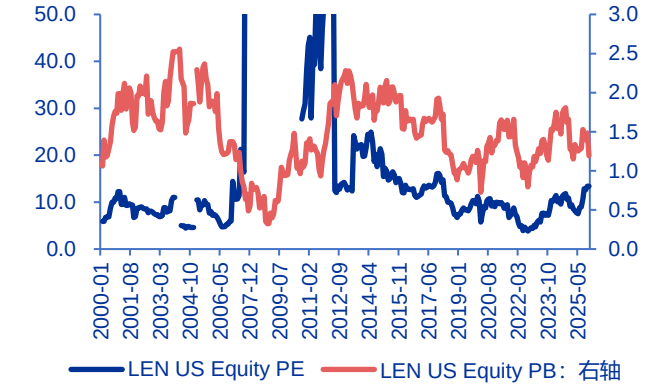
从股价驱动因素看，股价上涨主要源于估值提升，业绩仍较低迷。以霍顿为例，从业绩端看，2007-2009 年业绩出现亏损，2010-2011 年业绩转正、但保持极低，PE 失真；PB 端从 2009 年 1 月的 0.7 倍上升至 2012 年 10 月的 1.9 倍，涨幅 188%。股价上涨源于 PB 估值的快速提升。

图 42：霍顿公司 PE 及 PB 情况



资料来源：彭博，申万宏源研究

图 43：Lennar 公司 PE 及 PB 情况



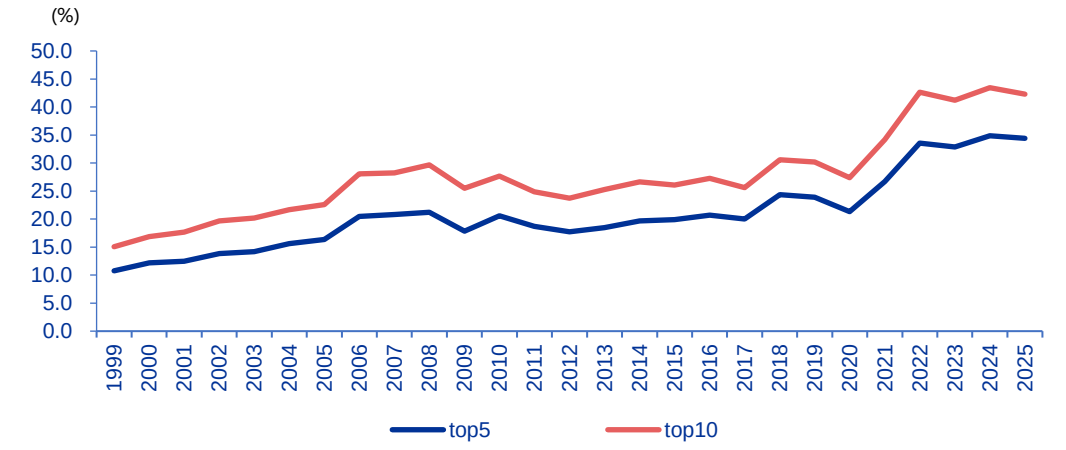
资料来源：彭博，申万宏源研究

2.2.3 房企格局：收购兼并，加速集中度提升

我们梳理美国 2000 年以来龙头房企集中度情况，发现尽管在行业空间已经见顶的阶段，龙头房企集中度仍然企稳回升。1999 年 TOP10、TOP5 房企销量集中度分别为 15.1%、10.8%，至 2025 年 TOP10、TOP5 房企销量集中度已经分别提升至 42.3%、34.4%。从 TOP3 房企来看，D.R. Horton 销量排名第一，2025 公司年市占率已经达到 12.5%，是 1999 年的 6 倍左右。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 44：美国房企集中度变化



资料来源：彭博，申万宏源研究

收购兼并是加速行业集中度提升的重要推力。我们观察到，在下行周期内行业集中度经历先降后升过程，龙头企业走出困境后行业整合速度提升。从集中度数据看，2007-2012 年美国房地产集中度出现下滑，我们认为，前期长周期政策刺激导致美国房地产市场形成了较大泡沫，美国房地产市场下行幅度超出预期，在此阶段即使龙头房企也不能幸免于行业冲击，因此企业主动降杠杆、去库存，进而体现在集中度有所回落。在 2011 年开始龙头房企逐渐走出经营困境，但也出现较多房企在此阶段就此倒下，沦为被其他房企收购的命运，因此市场迎来一波较快的集中度提升。

2.2.4 地产链：房地产弹性更强，产业链持续性更佳

复盘美国房地产链板块股价与房价关系：我们同样发现，产业链公司和房地产公司股价趋势较为一致，其股价底部时间接近，基本都领先于核心城市房价底；在全国房价底左侧房地产公司股价弹性更强，在右侧产业链公司股价持续性会更好。

以美国地产链公司 The home depot（家得宝）为例，The home depot 成立于 1978 年，目前是全球最大的家居装修零售商之一，将家庭维修、装修材料和专业承包商采购融合一体，主打 DIY（自己动手）+PRO（专业承包）业务模式；公司于 1981 年上市，目前已经发展到拥有超过 2300 家门店。

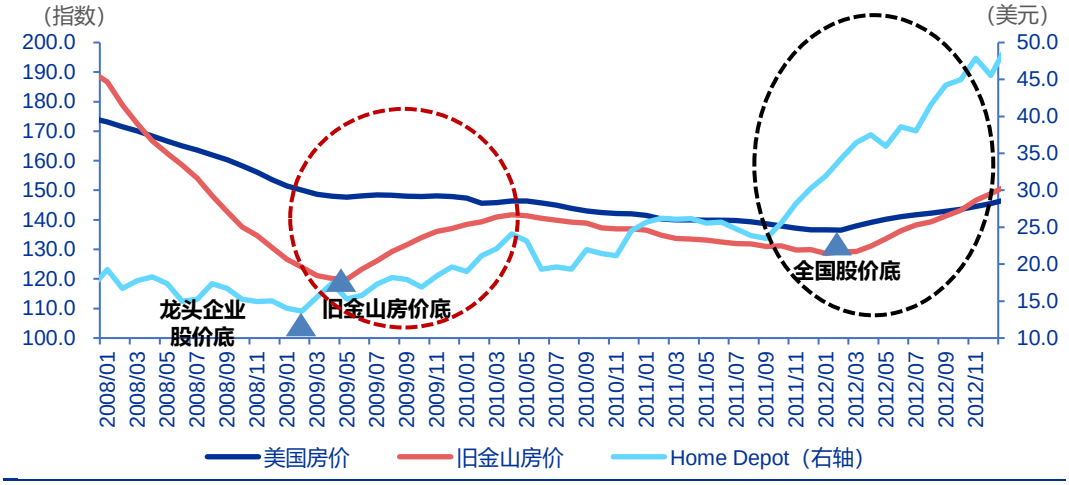
下载日志已记录，仅供内部参考

图 45：美国 The home depot 门店场景



资料来源：The home depot 官网，申万宏源研究

图 46：美国房价及产业链公司股价关系



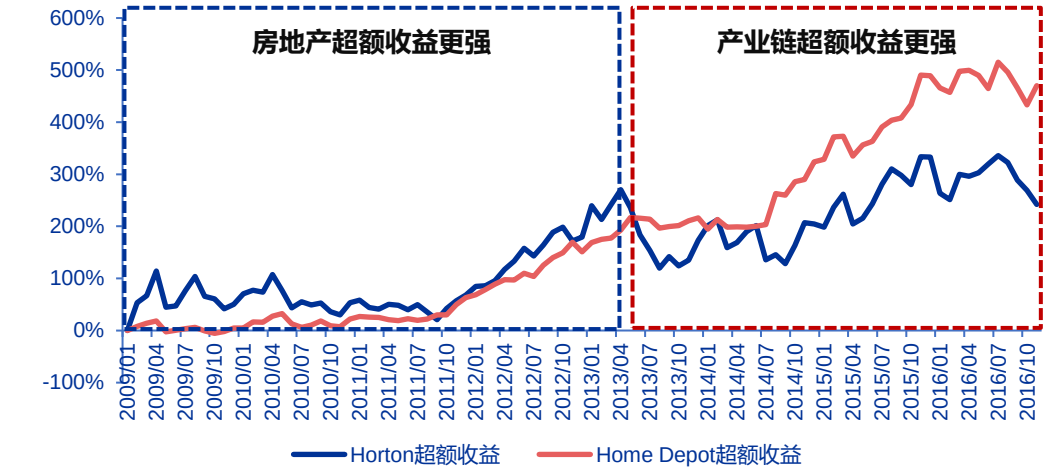
资料来源：Wind，CEIC，申万宏源研究

地产链公司股价驱动时间一致，在核心城市房价底到全国房价底区间内地产公司股价表现更强，全国房价底出现后产业链持续性更好。

以洛杉矶、旧金山为首的 6 个城市在 2009 年上半年房价逐渐见底企稳，因此我们以 2009 年 1 月为起点，观察地产链股票收益情况。2009 年开始 Horton（霍顿）、The home depot 股价均开始出现超额收益，但地产公司超额收益会更明显，Horton2009 年全年超额收益累计 50%、同期 The home depot 仅 5%；此后二者超额收益均持续提升，但地产始终表现更佳；至 2013 年 4 月 Horton 累计超额收益 270%，同期 The home depot 也高达 193%。此后地产回撤、产业链股价继续回升，The home depot 超额收益也在 2013 年 6 月超过 Horton。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 47：美国房地产和产业链相对标普 500 超额收益

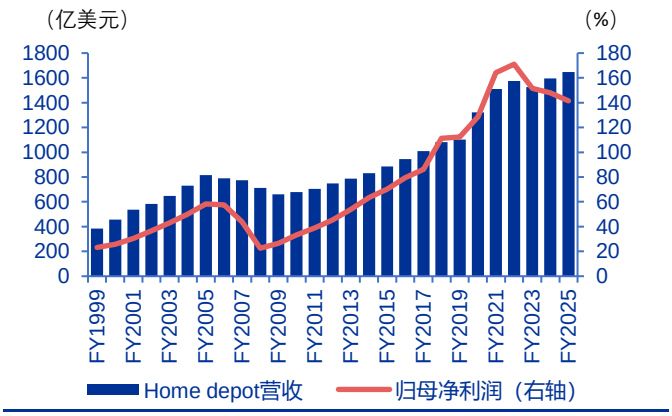


资料来源：Wind，CEIC，申万宏源研究

我们认为，在全国房价底之前，房地产公司超额收益非常明显，源于房地产公司基本都是重资产公司，当开始出现房价上涨预期，房地产公司资产负债表将率先修复，负债刚性背景下资产价值有望重估，尽管利润表还未体现，但资产质量持续好转，股价就会率先体现。而产业链公司整体资产更轻，因此价值重估空间在前期空间有限；但当全国房价底信号出现，公司经营层面持续好转，利润表修复后会带动股价再次上涨。

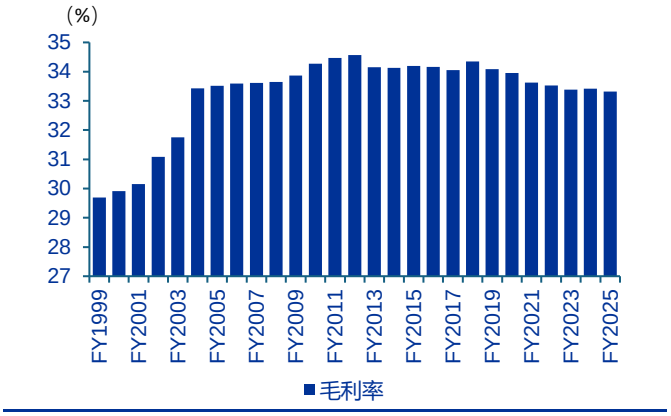
The home depot 股价强势，2009-2012 年源于业绩及估值双击，2013-2016 年源于业绩持续性更好。从业绩和估值看，公司 2005 财年营收和业绩新高，此后持续下行，至 2008 财年至最低水平，业绩累计跌幅 61%；危机阶段毛利率并未受到影响。从股价驱动看，2009 年开始公司股价具备超额收益，2009-2012 年公司股价上涨更多源于业绩及估值端双双提升，2013-2016 年板块业绩继续上行、但 PE 维持相对稳定，因此本阶段更多源于业绩上行带来的股价上涨（PB 端快速上行源于公司长期维持高分红、回购导致净资产规模下降）。

图 48：The home depot 营收及归母净利润趋势



资料来源：彭博，申万宏源研究

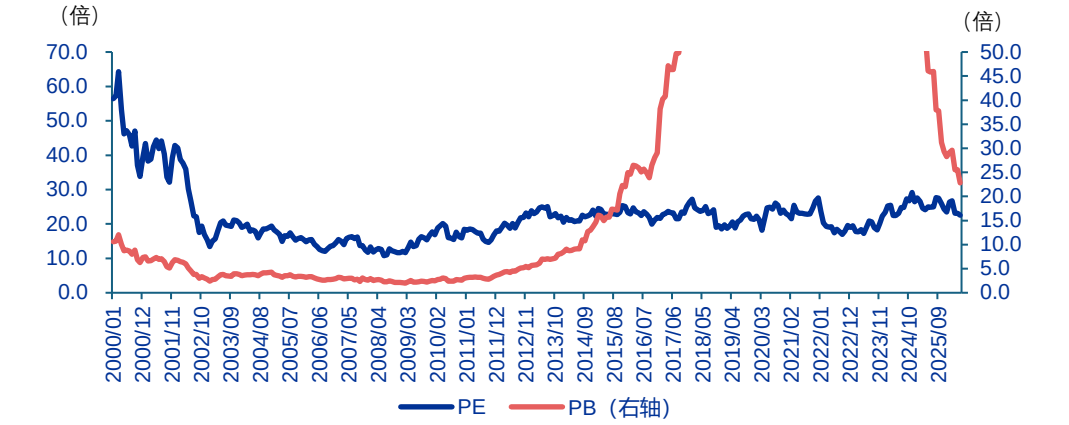
图 49：The home depot 毛利率趋势



资料来源：彭博，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图 50：The home depot PE 和 PB 趋势



资料来源：彭博，申万宏源研究

2.3 日美经验：全国底左侧房地产弹性更强，右侧产业链更强

参考日本和美国的经验可知：

1）城市房价止跌回稳有先后，核心城市止跌明显领先于全国房价；其中日本东京房价见底在 2004 年 1 月，全国房价见底在 2009 年 4 月，东京房价领先全国约 5 年时间；美国旧金山为首的 6 个城市房价见底在 2009 年 2-5 月，全国房价见底在 2012 年 2 月，核心城市房价领先全国约 3 年时间。**核心城市之所以能率先止跌，不同城市原因不同，但本质是危机期间产业结构优势等因素带来的人口自然流入。**

2）龙头公司股价跟踪的是核心城市房价、而非全国房价。龙头股价止跌上涨领先于核心城市房价止跌，股价涨幅远大于核心城市房价涨幅。

3）核心城市之所以能率先止跌，不同城市原因不同，但本质是产业结构、城市功能等因素带来的人口自然流入。

4）地产及产业链股价启动时间一致，全国房价底左侧房地产弹性更强，右侧产业链更强。从地产公司及产业链公司股价驱动看，双方股价上涨启动时间点一致。但在全国房价底左侧，房地产板块股价超额收益更强，驱动因素主因是估值提升；全国房价底右侧，产业链板块股价超额收益更强，持续性更好，驱动因素来源于业绩释放。内在机制：房地产更多重估资产负债表、所以更左侧反应弹性，而产业链更多重估利润表、所以更右侧反应弹性。

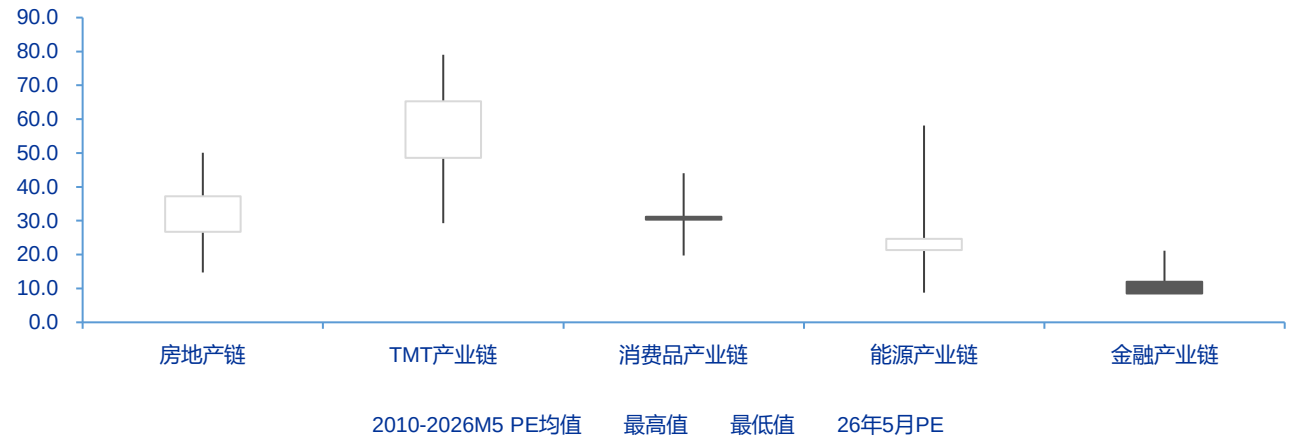
下载日志已记录，仅供内部参考

3. 我国展望：存量时代，估值低位，格局重塑α优势明显

3.1 估值探究：地产链估值处于历史低位

我们选取房地产链、TMT 链、消费品链、能源链、金融产业链等产业链板块，观察各自板块估值水平。2010-2026M5 期间房地产产业链 PE-ttm 中枢在 26.8 倍（年度平均），最高值 50.1 倍、最低值 14.7 倍，而 2026 年 5 月地产产业链 PE-ttm 在 37.2 倍，当前估值略高于板块历史平均水平，主要源于地产链近年来业绩均出现明显下滑，推动表观 PE 居于高位；未来地产链进入存量时代，供给侧改革背景下行业贝塔效应变弱，但具备更强业绩持续性、经营更具优势的公司将具备超强阿尔法收益。

图 51：2010 年以来各个产业链 PE-ttm 估值水平（倍）

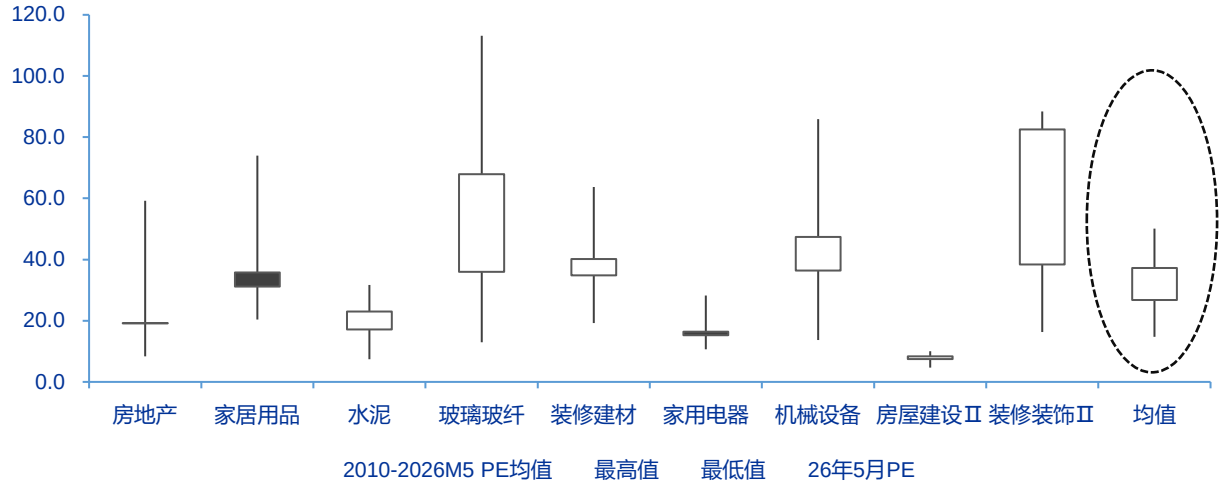


资料来源：Wind，申万宏源研究

注：1）TMT 产业链包括电子、通信、计算机、传媒，消费品产业链包括食品饮料、纺织服装、轻工、商贸零售、美容、医药生物、汽车等，能源产业链包括石油石化、钢铁、煤炭，金融产业链包括银行、非银；2）图中最高值为股价图最高点，最低值为股价图最低点，若当前 PE 低于 2010 年以来均值，则中间矩形为黑色；反之为无色。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 52：2010 年以来房地产产业链 PE-ttm 估值水平（倍）



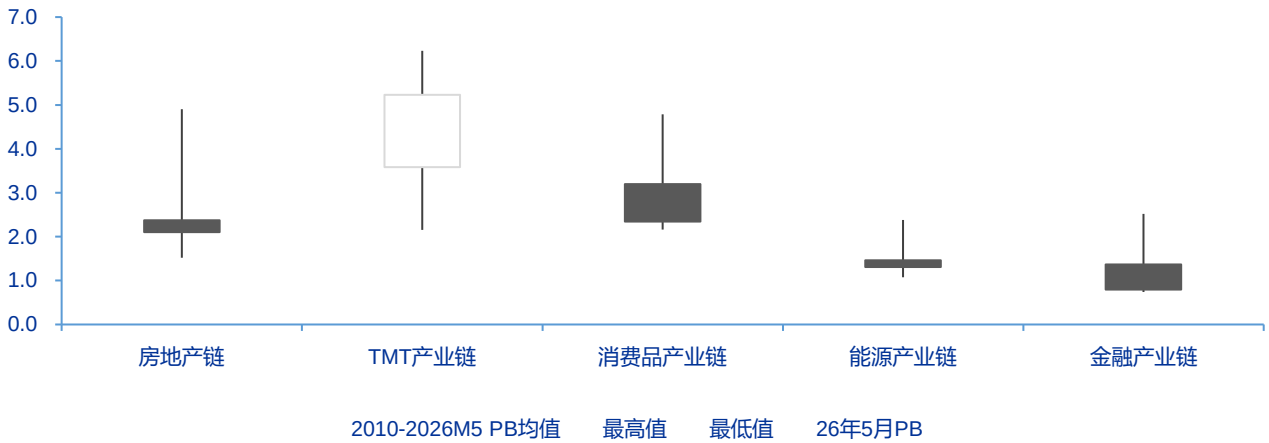
资料来源：Wind，申万宏源研究

注：图中最高值为股价图最高点，最低值为股价图最低点，若当前 PE 低于 2010 年以来均值，则中间矩形为黑色；反之为无色。

考虑到当前地产公司业绩普遍大幅下降，导致表观 PE 会明显失真，因此 PB 视角观察更具备代表意义。2010-2026M5 期间房地产产业链 PB(LF)中枢在 2.4 倍（年度平均），最高值 4.9 倍、最低值 1.5 倍，而 2026 年 5 月地产产业链 PB(LF)在 2.1 倍，当前估值低于板块历史平均水平。

从地产链细分赛道看，当前多个子板块估值低于历史平均水平，房地产板块 PB 仅 0.9 倍，，接近历史最低点 0.7 倍；板块中还有较多转型标的拉高 PB 水平，若从主流地产公司估值看，当前 PB 明显低位。

图 53：2010 年以来各个产业链 PB（LF）估值水平（倍）

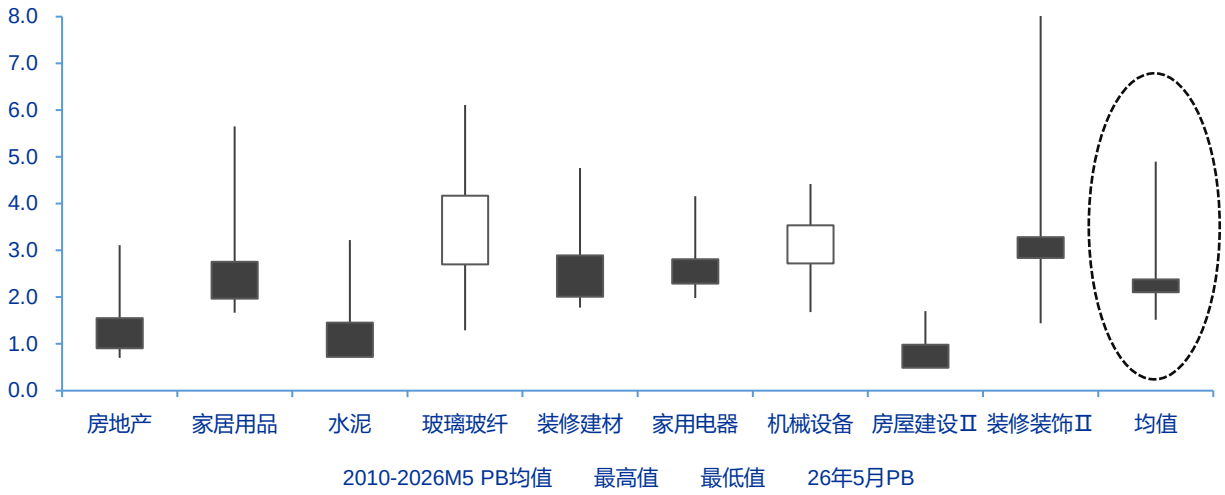


资料来源：Wind，申万宏源研究

注：1）TMT 产业链包括电子、通信、计算机、传媒，消费品产业链包括食品饮料、纺织服装、轻工、商贸零售、美容、医药生物、汽车等，能源产业链包括石油石化、钢铁、煤炭，金融产业链包括银行、非银；2）图中最高值为股价图最高点，最低值为股价图最低点，若当前 PB 低于 2010 年以来均值，则中间矩形为黑色；反之为无色。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 54：2010 年以来房地产产业链 PB(LF)估值水平（倍）



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：图中最高值为股价图最高点，最低值为股价图最低点，若当前 PB 低于 2010 年以来均值，则中间矩形为黑色；反之为无色。

3.2 地产链探讨：地产分化加大，开工链超跌，竣工承压

房地产方面，房地产板块收益更多和本身基本面下挫幅度、政策刺激强弱水平相关；当前基本面下挫幅度足够大，政策在持续加大力度，但后续并非是每个房企均可享受到政策松动的红利。我们认为，目前国内优质房企有望进入底部拐点时刻，房地产行业有望从金融模式逐渐转向制造业模式；未来房企 ROE 回升更加依赖于毛利率、资产周转率的提升（并非指施工速度、而指库存管理），不再依赖于杠杆，因此预计未来具备更强库存管控能力、更强产品溢价的优质房企α收益也更为显著。

开工链方面，以往周期中我们发现开工链板块与全国开工拿地指标关联性更高，其相对收益水平取决于房地产开工环节的预期反弹力度；当前周期仍然符合这一规律，考虑到需求端孱弱+库存老化推动土储去化相对一般、从而约束房企开工意愿，同时部分房企资金端仍显紧张约束开工能力，我们判断 2026 年开工仍具较大压力；但积极因素也在显现，开工呈深度调整态势，预计 2027 年开始有望超跌反弹。

竣工链方面，以往周期中我们发现竣工链板块与房地产板块收益具备一致性，我们认为，这主要源于市场认定房企主体的交付确定性，销售提升必然会随着时间推移传导至竣工端，且板块行情前期依赖估值提升、后期依赖基本面改善，板块收益持续性更好。但本轮周期这一规律有所失真，源于房企出险、交付问题突出，同时开工逐渐传导 2.5 年至竣工端，前期开工见顶、或预示后续竣工基本面有所压力。此外二手房成交年初至今表现较为优异，预计 C 端竣工链公司表现更好。

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 投资分析意见：以国际经验为鉴，探地产链价值之道

房地产业一直是我国国民经济的支柱产业，且地产链影响范围广泛。在我国房地产经历深度调整之后，我国房地产量价的调整幅度、调整时间和居民资产负债表的调整均已较为充分，预计行业基本面底部正逐步临近；而在无宏观政策放松背景下，上海等核心城市今年年初以来楼市改善更为健康；此外，参考日美两国经验可知，核心城市房价领先止跌回稳、并将赋予龙头房企后续基本面和估值面十足的弹性。

当前开工端降幅最深、后续弹性可期；竣工端进入下行通道、但二手房表现超预期，C 端竣工链更具优势。我们维持房地产及物管“**看好**”评级，主要推荐：1）优质房企：建发国际、中国金茂、中国海外发展、绿城中国、滨江集团、招商蛇口、保利置业、中海宏洋、建发股份、越秀地产、保利发展、华发股份，关注城投控股；2）商业地产：华润置地、新城控股、太古地产、嘉里建设、恒隆地产、领展房产基金，关注新城发展、大悦城； 3）二手房中介：贝壳-W，关注我爱我家；4）物业管理：华润万象、绿城服务、招商积余。

表 2：主流 AH 上市房企估值表

公司代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）			市盈率			市净率 PB（LF）	归母净利润（亿元）			归母净利润增速		
		6 月 24 日	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
601155.SH	新城控股	10.73	0.30	0.40	0.62	35.6	26.8	17.3	0.4	6.8	9.0	14.0	-9.6%	32.9%	54.9%
001979.SZ	招商蛇口	6.74	0.08	0.14	0.22	59.4	46.6	30.2	0.6	10.2	13.0	20.1	-74.6%	27.3%	54.5%
600048.SH	保利发展	4.76	0.09	0.13	0.14	55.1	35.3	34.4	0.3	10.3	16.2	16.6	-79.3%	56.1%	2.5%
002244.SZ	滨江集团	7.87	0.68	0.76	0.80	11.6	10.3	9.8	0.8	21.2	23.8	24.9	-16.9%	12.2%	4.9%
600325.SH	华发股份	2.36	-3.48	-1.10	0.01	-0.7	-2.2	341.8	0.8	-95.0	-30.1	0.2	-1098.2%	-68.3%	-100.6%
600153.SH	建发股份	8.53	-3.91	0.53	0.86	-2.3	16.0	9.9	0.6	-108.1	15.4	25.0	-467.1%	-114.3%	62.1%
0960.HK	龙湖集团	5.44	0.15	0.01	0.02	37.8	677.9	238.5	0.2	10.2	0.6	1.6	-90.2%	-94.4%	184.2%
0123.HK	越秀地产	3.02	0.01	0.02	0.12	220.6	199.2	24.2	0.2	0.6	0.6	5.0	-94.7%	10.8%	724.6%
3900.HK	绿城中国	5.75	0.03	0.08	0.31	205.7	70.9	18.4	0.4	0.7	2.1	8.0	-95.6%	190.2%	285.9%
1972.HK	太古地产	17.85	1.34	1.14	1.22	13.7	15.7	14.7	0.4	75.0	65.6	70.1	27.4%	-12.5%	6.8%
0101.HK	恒隆地产	6.29	0.33	0.51	0.54	20.1	12.6	11.9	0.3	16.3	26.0	27.5	-18.2%	59.5%	5.5%
0683.HK	嘉里建设	15.93	0.59	0.84	1.60	27.3	18.9	10.0	0.3	8.5	12.2	23.2	13.2%	44.1%	90.2%
0823.HK	领展房产基金	30.88	-3.18	-1.76	-0.91	-12.4	-17.6	-33.8	0.6	-65.3	-45.9	-23.9	263.3%	-29.7%	-48.0%
0688.HK	中国海外发展	11.10	1.16	1.04	1.01	9.6	10.6	11.0	0.3	126.9	114.1	110.4	-18.8%	-10.1%	-3.3%
1109.HK	华润置地	26.79	3.56	3.39	3.43	7.5	7.9	7.8	0.7	254.2	241.4	244.4	-0.6%	-5.0%	1.2%
1908.HK	建发国际集团	11.30	1.58	1.56	1.69	8.0	7.2	6.7	0.9	31.8	35.0	37.9	-25.4%	10.1%	8.0%
0817.HK	中国金茂	1.14	0.04	0.05	0.06	26.0	20.9	18.7	0.4	5.9	7.4	8.2	-15.6%	24.5%	11.6%
0081.HK	中国海外宏洋集团	1.96	0.09	0.10	0.13	22.9	19.7	15.4	0.2	3.0	3.5	4.5	-68.1%	15.9%	28.1%
0119.HK	保利置业集团	1.40	0.06	0.06	0.08	23.8	24.0	17.8	0.2	2.3	2.2	3.0	23.2%	-1.0%	35.0%
	平均值		**(0.0)**	**0.4**	**0.6**	**40.5**	**63.2**	**42.4**	**0.5**	**16.6**	**27.0**	**32.7**	**-97.2%**	**7.8%**	**74.1%**

资料来源：Wind，申万宏源研究（注：以上单位均为人民币，盈利预测为申万宏源房地产团队预测，取 2026/6/24 收盘价，汇率为 0.87。建发国际集团、中国金茂 2025 年归母净利润采用扣除永续债后口径；太古地产采用归母核心净利润口径；领展房产基金 2025 年归母净利润对应其 FY2026 归母净利润。）

下载日志已记录，仅供内部参考

表 3：主流 AH 上市物业管理及房产经纪企业估值情况

公司代码	公司简称	收盘价（元）	EPS（元）			市盈率			市净率 PB	归母净利润（亿元）			归母净利润增速		
		6 月 24 日	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025A	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
001914.SZ	招商积余	8.59	0.62	0.94	1.01	13.8	9.2	8.5	0.8	6.5	9.9	10.7	-22.1%	50.5%	8.4%
2423.HK	贝壳-W	33.31	0.90	1.11	1.28	38.5	29.5	25.8	1.8	29.9	39.1	44.7	-26.3%	30.5%	14.5%
2869.HK	绿城服务	3.40	0.28	0.33	0.38	12.2	10.4	9.0	1.4	8.80	10.3	11.9	12.1%	17.2%	15.4%
2669.HK	中海物业	2.87	0.42	0.45	0.47	6.9	6.4	6.0	1.7	13.67	14.7	15.6	-9.5%	7.6%	5.9%
6049.HK	保利物业	23.48	2.81	2.95	3.11	8.4	8.0	7.6	1.3	15.49	16.3	17.2	5.1%	5.3%	5.4%
1209.HK	华润万象生活	32.18	1.74	1.93	2.11	18.5	16.7	15.2	5.0	39.69	44.0	48.2	9.4%	10.8%	9.7%
	平均值		**1.13**	**1.28**	**1.39**	**16.4**	**13.4**	**12.0**	**2.0**	**19.0**	**22.4**	**24.7**	**-5.2%**	**20.3%**	**9.9%**

资料来源：Wind，申万宏源研究（注：以上单位均为人民币，盈利预测为申万宏源房地产团队预测，AH 股取 2026/6/24 收盘价，汇率为 0.87。）

5. 风险提示：行业资金趋紧，收储和城改不及预期

1）房企销售回款进一步下行，导致经营现金流走弱、房企基本面下行；

2）房企融资现金流进一步下行，导致房企出险情况增加；

3）房企受限资金占比进一步提升，导致可动用现金持续承压、增加房企资金端压力；

4）收储政策和城中村改造政策推进不及预期。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)　　：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。