仅供内部参考，请勿外传！

中国平安 PINGAN
专业 · 价值

专业 让生活更简单

证券研究报告

晨光微熹，价值重启
——房地产行业2026年中期策略报告

房地产行业 强于大市（维持）

证券分析师

杨　侃　投资咨询编号：S1060514080002

郑茜文　投资咨询编号：S1060520090003

2026年06月30日

请务必阅读正文后免责条款

平安证券

仅供内部参考，请勿外传！

投资要点

- **楼市调整分化延续，核心城市曙光渐现。**2026年上半年楼市整体延续调整分化，核心城市表现优于全国、二手房市场表现好于新房。进一步来看，调整分化中亦不乏结构性亮点：1）一方面随着房价持续调整、叠加多地上调公积金贷款额度，核心城市低总价高租售比的二手房成交逐步放量，并逐步向改善市场传导，置换链条逐步启动；2）另一方面随着政府持续引导“好房子”建设、强调房屋品质提升，购房者对品质重视度持续提高，上半年多地高品质新房去化延续较好表现，并带动核心城市优质地块点状高热。展望下半年，随着基数回落全国销售降幅有望收窄，高质价比品质新房与高性价比二手房预计仍将延续较好成交表现，供需格局较优城市或逐步迎来楼市底部确立。
- **积极因素持续发酵，量变或引发质变。**短期多地提高公积金贷款额度，类似变相降息，公积金贷款利率与租售比相对接近，叙事逻辑更顺畅，中国香港楼市量价齐升亦有望提振内地市场信心；中期维度来看，2021年至今国内楼市量价调整相对充分、居民杠杆率持续改善，同时住房资产大幅跑输其他主流资产，比价效应持续凸显。我们认为随着积极因素持续发酵，或逐步形成共振产生量变到质变的效果，下半年或是本轮楼市调整是否触底的重要观察窗口。
- **机遇一：内房曙光渐行渐近，以耐心换取收益。**尽管楼市底部尚未确立，但中期维度我们认为内地优质房企已具备配置价值：1）美国次贷危机后，头部房企股价领先核心城市房价见底，当前一线城市楼市二手房房价已环比3个月转正；2）中国香港房价2025年3月见底，新鸿基地产、恒基地产等在2025Q2-Q3基本面观察验证期股价依旧震荡上行；3）“2024.9.24”后地产行情中领涨房企绿城中国股价翻倍，4月板块行情主流房企底部反弹均未超过50%，同时短期由于市场风格变化，6月多家房企股价已跌回本轮行情启动前，潜在上行空间较大；4）当前地产板块仍处较低位置，多家房企PB在0.5倍以下，同时投资者对楼市企稳仍存分歧，一旦市场对楼市拐点形成共识，仍具备较大向上弹性。
- **机遇二：中国香港楼市量价齐升，港房机会方兴未艾。**2026年上半年中国香港楼市延续量价齐升，1-5月一、二手住宅成交同比增长46.9%和43%，私人住宅房价上涨7.4%，往后看，中国香港人口恢复净流入叠加高端人才引入，同时人民币相对港币升值亦有望加速内地人群赴港置业，需求端基本面稳固，同时供给端持续收缩带来库存不断消耗，预计中国香港楼市上行周期仍将延续。随着中国香港楼市触底回升，港房销售及报表端逐步改善，同时历史来看，港房股价与房价表现强相关，中国香港房价上行有望进一步打开港房股价上涨空间。

仅供内部参考，请勿外传！

投资要点

- **投资建议：**2026年上半年部分核心城市楼市已呈现企稳迹象，展望2026年下半年，我们认为随着各积极因素持续发酵，楼市或有望由量变引发质变，部分供需结构较优的核心城市或有望迎来底部确立。随着市场对楼市拐点确立逐步形成共识，板块有望迎来一波预期修复的贝塔行情，看好中期维度地产板块表现，维持行业“强于大市”评级，建议关注三条主线：1）历史包袱较轻、库存结构优化、拿地及产品力强、核心一二线货值占比高的房企有望率先受益核心城市回暖及“好房子”建设，如华润置地、建发国际集团、滨江集团、中国海外发展、绿城中国、招商蛇口、保利发展、越秀地产等；2）受益中国香港楼市止跌回稳的港资地产如新鸿基地产、恒基地产、信和置业等，同时关注商业运营商恒隆地产、太古地产及经纪商美联集团；3）净现金流及分红稳定的企业华润万象生活、保利物业、招商积余、中海物业、绿城服务等。同时持续关注经纪（贝壳）、代建（绿城管理控股）、商业（新城控股）等细分领域优质企业。
- **风险提示：**1）楼市成交持续偏弱风险：若未来经济及收入恢复低于预期，或带来销售持续低于预期风险；2）个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险：当前房企资金环境仍较紧张，若政策发力效果不及预期、资金压力较高企业仍存债务违约展期风险；3）政策改善及落地执行不及预期风险：当前购房影响因素由交付担忧转为房价及收入预期转弱，后续若政策改善、落地执行力度不及预期，可能难以对需求形势进行根本扭转。

仅供内部参考，请勿外传！



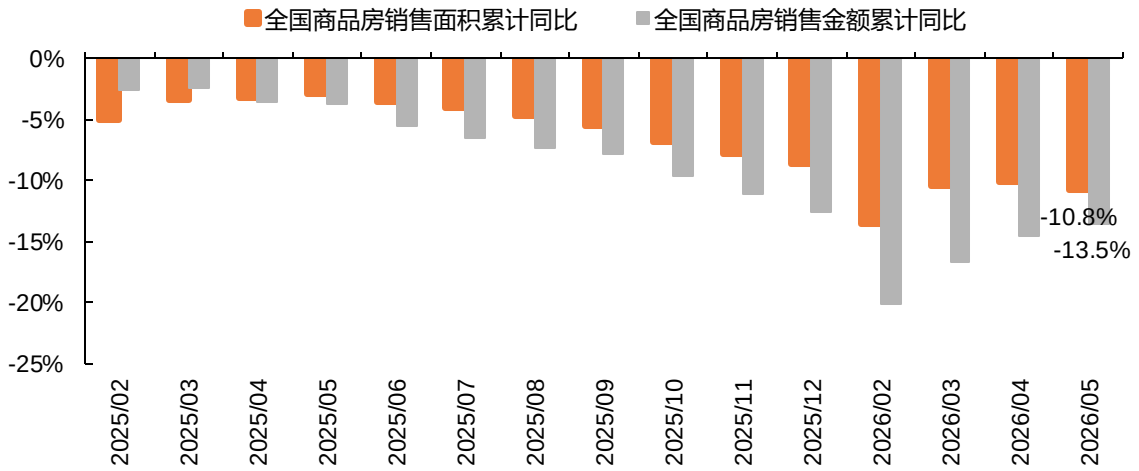
目录 CONTENTS

- 回顾：楼市调整分化延续，核心城市曙光渐现
- 展望：积极因素持续发酵，量变或引发质变
- 机遇一：内房曙光渐行渐近，以耐心换取收益
- 机遇二：中国香港楼市量价齐升，港房投资机遇尚存
- 投资建议与风险提示

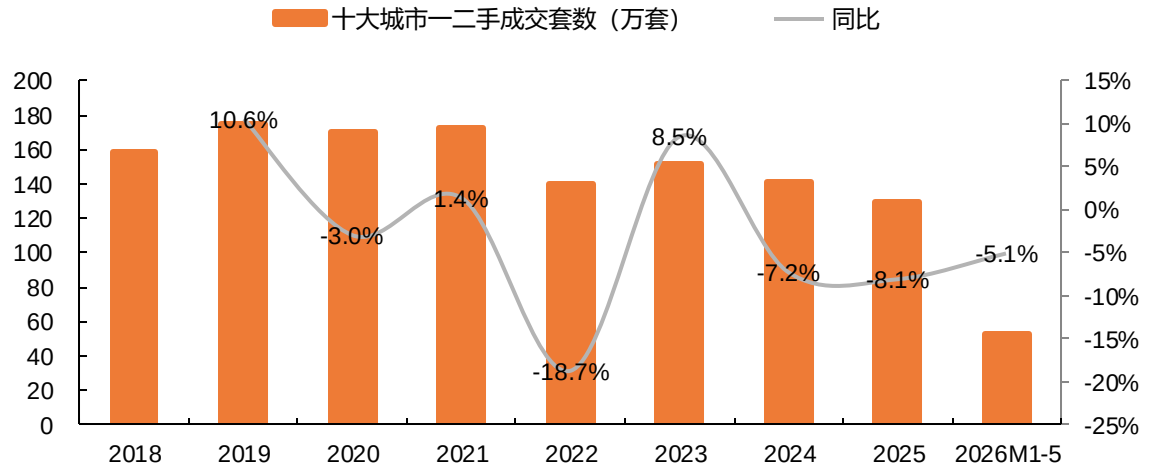
仅供内部参考，请勿外传！

1.1 楼市分化调整，二手房好于新房

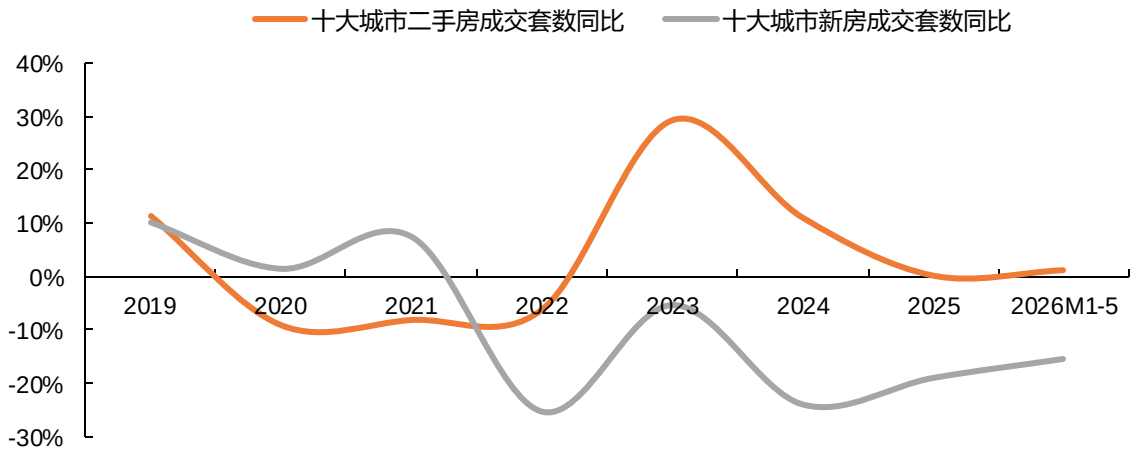
2026年以来全国商品房销售降幅趋势收窄



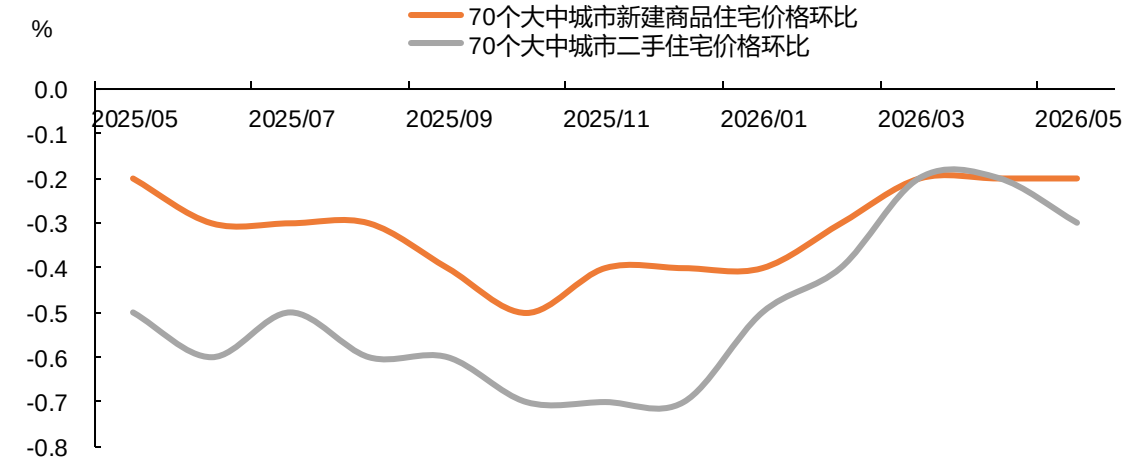
2026年前5月十大城市一二手合计成交同比降幅收窄



2026年前5月十大城市二手房成交表现优于新房



2025年底以来70大中城市二手住宅价格修复强于新房



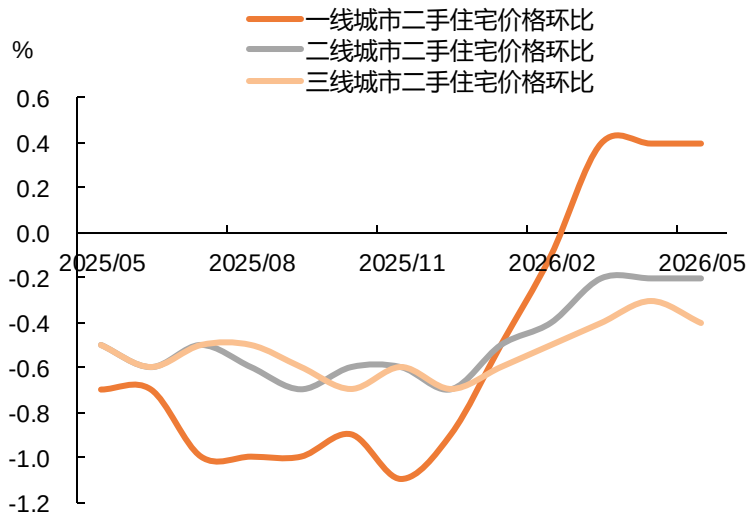
资料来源：Wind，平安证券研究所 注：十大城市为深圳、杭州、青岛、苏州、厦门、东莞、扬州、南宁、北京、成都，成都为住宅成交数据、其余为商品房成交数据

仅供内部参考，请勿外传！

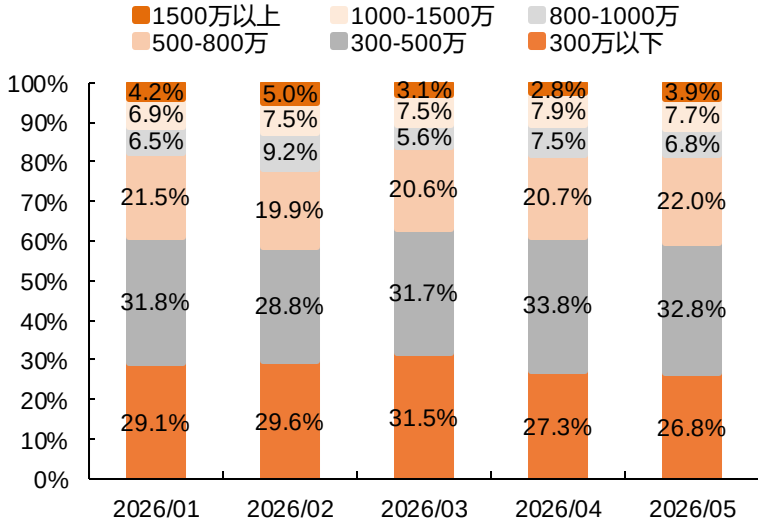
1.1 核心城市表现更优，刚需逐步向改善传导

- 从房价走势来看，70个大中城市中一线城市二手住宅价格修复更为明显，2026年3-5月环比已实现转正。
- 从二手房成交结构来看，逐步呈现刚性需求向改善需求传导。以沪深为例，3月深圳二手住宅300万以下成交占比升至31.5%，但4-5月成交总价上移，500万以上成交占比38.9%、40.4%，较3月的36.8%逐期提高；3月上海二手住宅300万以下成交占比升至71.1%，4-5月相继回落至70.1%、68.6%，5月400万以上成交占比则升至20.4%，置换链条逐渐活跃。

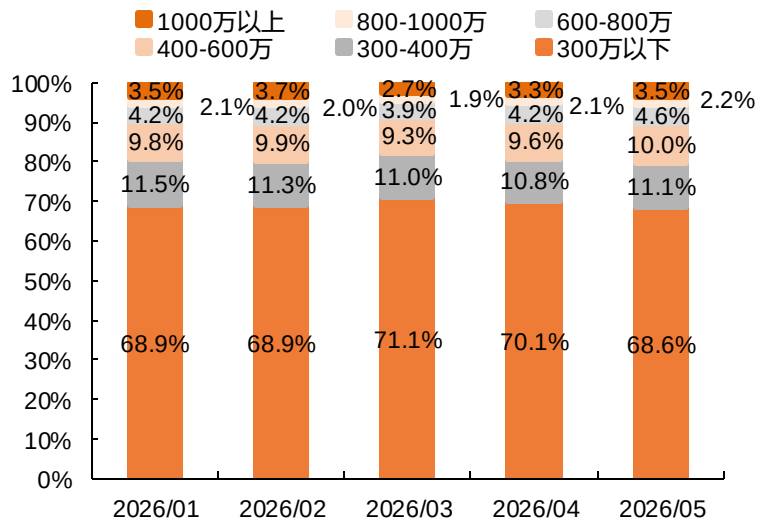
2026年3-5月一线城市二手住宅价格环比转正



2026年4-5月深圳500万以上二手住宅成交占比提升



2026年4-5月上海300万以上二手住宅成交占比提升

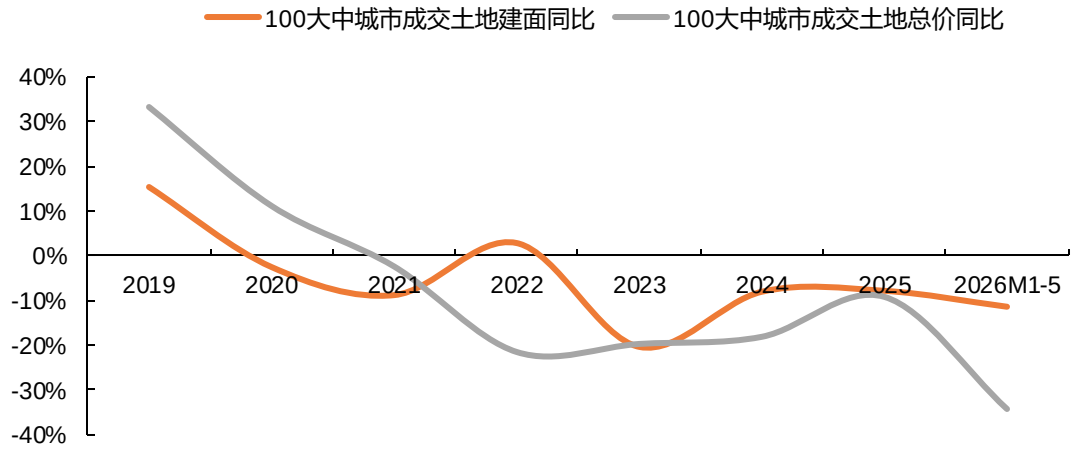


资料来源：Wind，乐有家研究中心，上海中原研究院，平安证券研究所

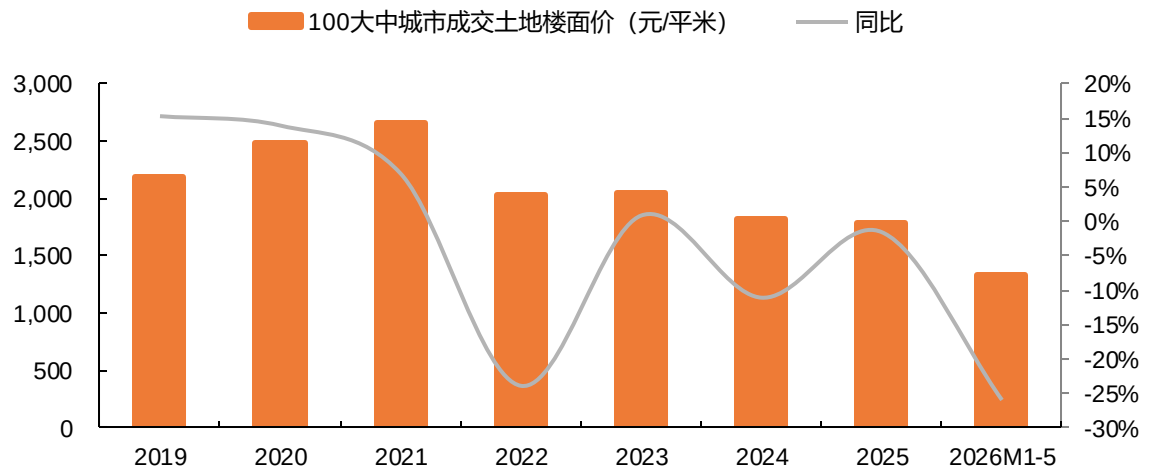
仅供内部参考，请勿外传！

1.2 地市整体谨慎，持续向核心城市集中

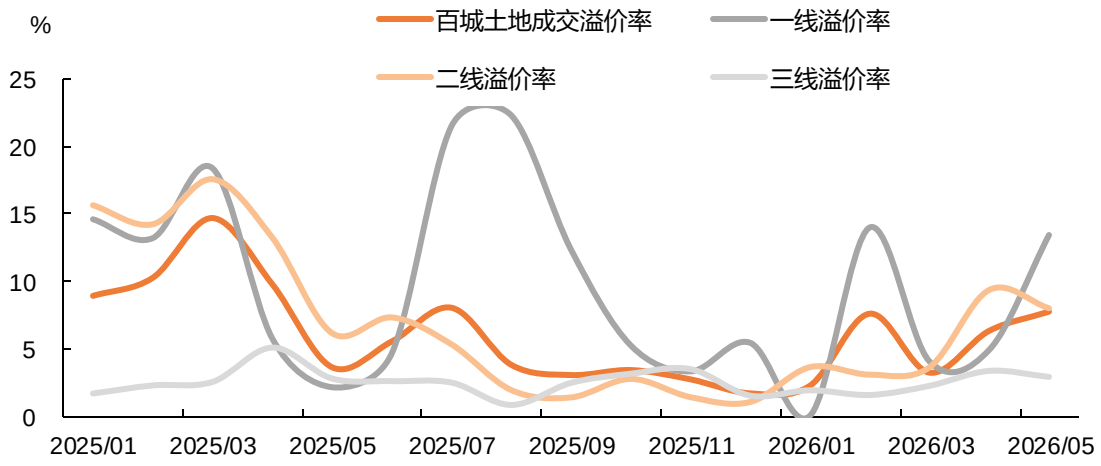
2026年1-5月百城土地成交延续下滑



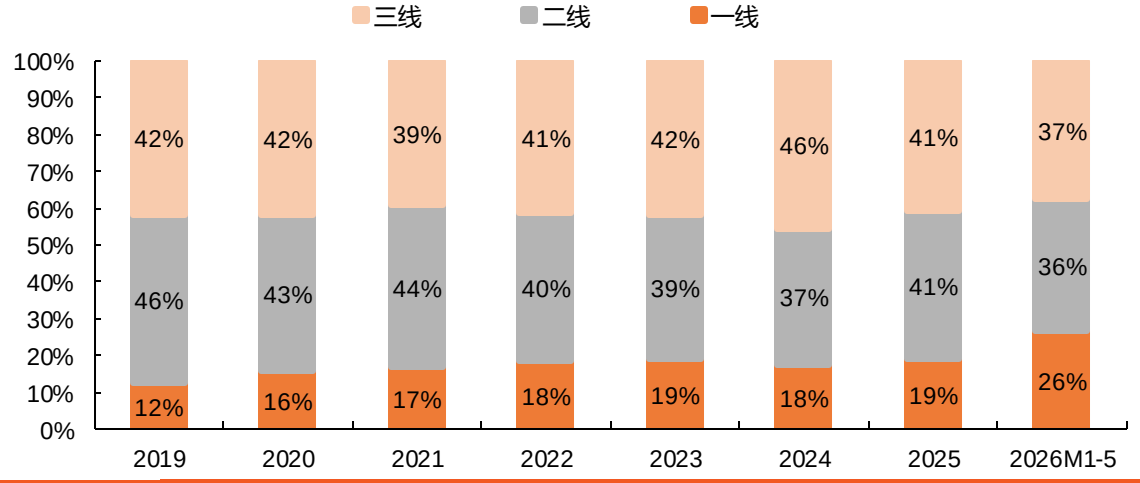
高基数下2026年1-5月百城土地成交楼面价同比下跌



2026年1-5月百城土地成交溢价率均值5.4%，低于2025年全年（6.2%）



2026年1-5月百城一二线土地成交总价占比提高



资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

1.2 “好房子”延续高去化，优质地块点状高热

➢ 2026年核心城市多个高品质项目延续较好去化表现，体现购房者对于品质关注度持续提升。同时品质住宅高去化高流速亦提振房企地市参与信心，热点城市优质地块出现点状高热状态。

2026年重点地块成交情况

城市	地块名称	成交价（亿元）	溢价率（%）	楼板价（元/平米）
深圳	粤海街道海云路和海天二路交叉口东北角	58	151	108680
北京	丰台区太平桥城中村改造项目A区FT00-0608-0001地块R2	42	15	57638
上海	沪告字[2026]第020号徐汇区S031201单元xh290-09地块	33	25	87150
杭州	杭州未来科技城单元YH090705-01、03地块	39	35	31644
	杭政储出[2026]9号襄七房单元FG04-R21-B22地块	40	47	41108
	杭政储出[2026]1号城东新城单元SC080201-27地块	32	51	44985
	杭政储出[2026]3号世纪城核心单元XS010401-09地块	16	16	38084

核心城市首次开盘/加推项目当日去化情况

城市	项目名称	开盘日期	推售套数	去化率	推售价格（万元/平米）
上海	金茂满誉	2026/5/29	212	100%	7.25
	绿城潮鸣外滩	2026/5/17	52	90%	17.5
	漊启滨江	2026/5/29	139	90%	13.5
		2026/4/28	120	87%	13.5
	保利江上印	2026/5/23	100	70%	11
深圳	中信城开信悦湾	2026/5/23	79	100%	20.83
	深圳观潮府	2026/5/23	40	100%	13.35
		2026/4/1	222	86%	13.71
	深圳湾漊玺	2026/5/27	88	91%	17.49
杭州	中海·万潮玖序	2026/5/19	84	94%	11.7
	建发栖湖云庄	2026/5/13	20	85%	16.4
		2026/4/29	38	92%	15.4

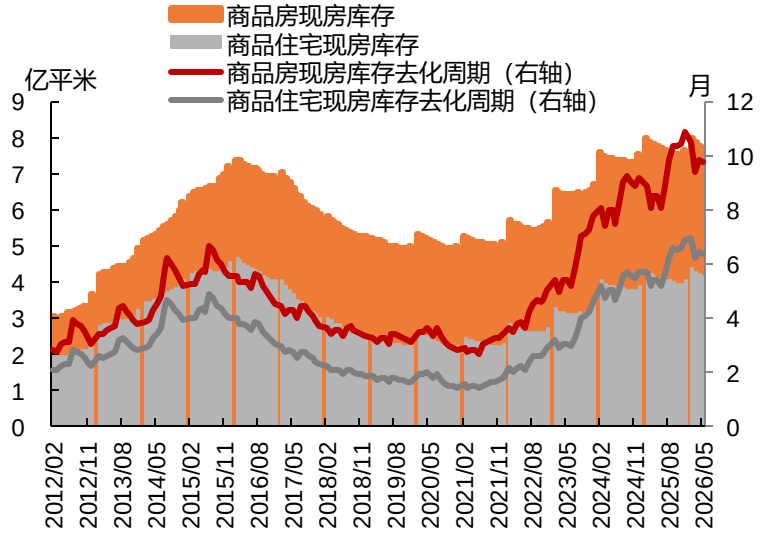
资料来源：克而瑞，中指数据库，普睿数智城市机构调研，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

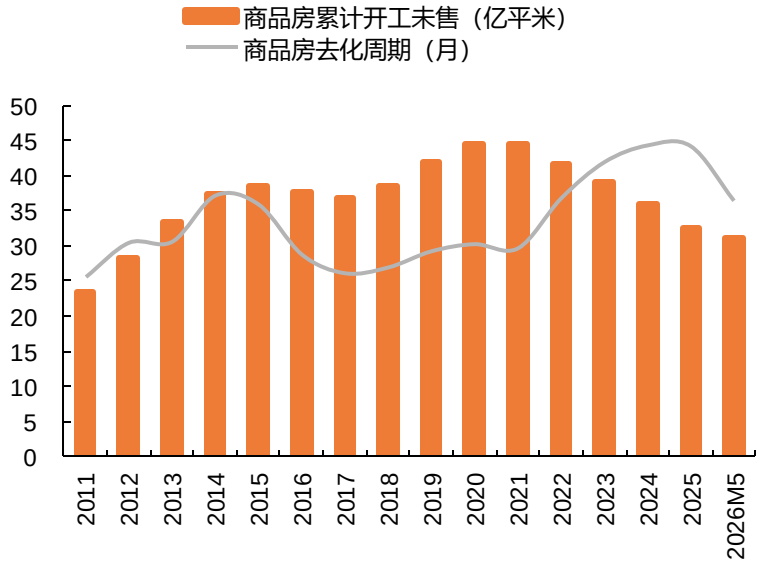
1.3 新房库存持续消耗，二手房供需格局优化

- 新房方面，2026年5月末全国商品房待售面积7.7亿平米、商品住宅待售面积4.2亿平米，去化周期分别降至9.8个月、6.4个月。受新开工规模持续低于销售影响，测算2026年5月末全国商品房开工未售库存降至31亿平米，去化周期高位回落。
- 二手房方面，根据贝壳数据，重点城市二手房挂牌量自2025Q4以来震荡下行，叠加二手房成交回暖，供需格局亦逐步改善。

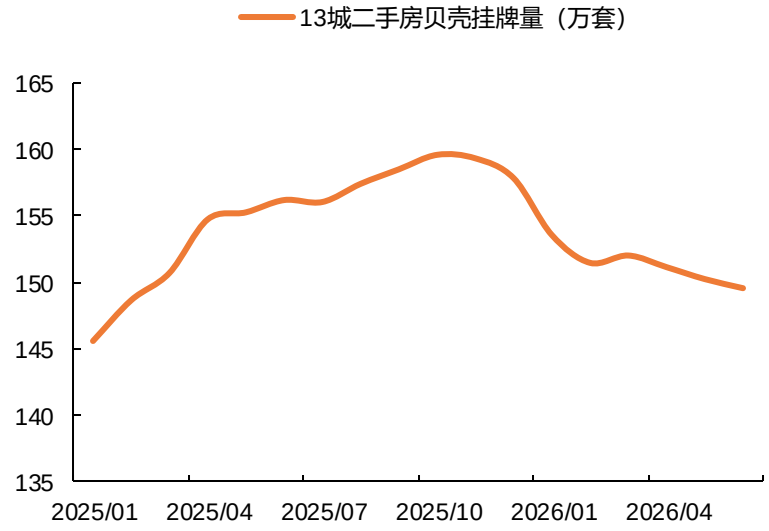
全国现房库存高位回落



全国开工未售库存规模持续收缩



重点13城二手房挂牌量震荡下行



资料来源：Wind，贝壳，平安证券研究所 注：13城为深圳、北京、大连、东莞、广州、杭州、济南、南京、青岛、苏州、天津、厦门、烟台

仅供内部参考，请勿外传！



目录 CONTENTS

- 回顾：楼市调整分化延续，核心城市曙光渐现
- 展望：积极因素持续发酵，量变或引发质变
- 机遇一：内房曙光渐行渐近，以耐心换取收益
- 机遇二：中国香港楼市量价齐升，港房投资机遇尚存
- 投资建议与风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

2.1 多地提高公积金贷款额度，降低居民整体贷款成本

- **多地提高公积金贷款额度，类似房贷变相降息。**2025年12月召开的中央经济工作会议及全国住房城乡建设工作会议均指出要深化住房公积金制度改革，自2025年末以来，以一线城市为代表多个城市先后出台政策，提高公积金贷款额度，如上海、深圳考虑各种上浮后家庭最高公积金贷款额度可达324万和351万，对低总价楼盘基本可实现全额公积金贷款。由于公积金贷款利率低于商贷利率，提高公积金贷款额度或类似房贷变相降息。
- **低总价或低能级城市或可实现公积金贷款全覆盖。**测算总房价100万，按照15%首付对应贷款85万，根据公积金年报，2024年单笔公积金贷款平均发放57万，可覆盖67%贷款。考虑二三线城市房价更低，以长沙为例，本次调整后家庭新房公积金贷款额度提升至120万，按照15%首付，可覆盖总价141万住房贷款。参考长沙2024年住宅均价为9997元/平，对应建面141平，已可满足大多数刚需及改善需求。

主要代表性城市公积金贷款政策及额度变化

城市	公积金额度变化	最高叠加上浮比例/额度
杭州	住房公积金贷款最高额度由130万元提高到180万元，职工个人可贷额度不超过90万元，其中桐庐县、淳安县、建德市贷款最高额度为130万元，职工个人可贷额度不超过65万元。	最高叠加上浮比例为70%
上海	将缴存人家庭购买首套住房的公积金贷款最高额度从160万元提高至240万元	最高上浮35%，浮家庭贷款最高额度可达到324万元
深圳	缴存职工个人申请的，贷款额度从60万元提高至70万元，缴存职工家庭申请的，贷款额度从110万元提高至130万元	最高可上浮170%，即缴存职工个人最高可贷189万元，缴存职工家庭最高可贷351万元
广州	一人申请贷款的最高额度调整至100万元，两人或两人以上购买同一套自住住房共同申请贷款的最高额度调整至200万元	符合相关条件的最高贷款额度提高至360万元
青岛	住房公积金贷款最高额度由100万元上调至130万元，借款申请人仅本人符合申贷条件的，住房公积金贷款最高额度由60万元上调至90万元	家庭上浮政策后最高贷款限额由170万元上调至240万元；个人最高贷款限额由110万元上调至160万元
长沙	缴存人家庭在我市购买新建商品房申请公积金贷款的，最高贷款额度从80万元提高至120万元	最高可达180万

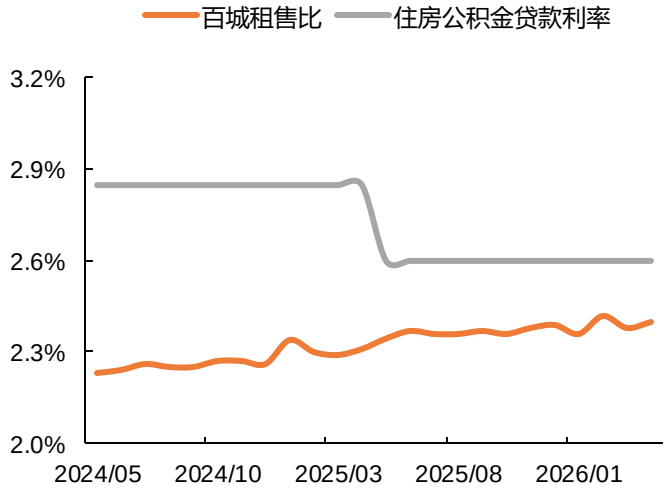
资料来源：政府官网，全国住房公积金2024年年报，Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

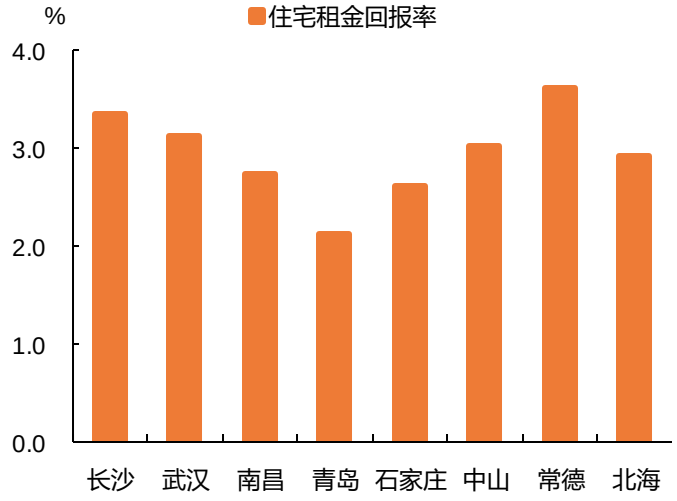
2.1 租售比接近公积金贷款利率，叙事逻辑逐步顺畅

- **租售比相比公积金贷款利率吸引力增强，叙事逻辑逐步顺畅。**此前市场分歧较大的一点在于，国内按揭利率高于租售比，居民入市意愿不足，随着各地公积金提额，部分低总价或低能级城市或可全额公积金贷款，而2026年4月百城租金回报率已达2.4%，与公积金贷款利率（五年期以上2.6%）已经接近。考虑部分低能级城市租售比更高，或进一步提升刚需入市意愿。
- **即使考虑利率更高的商贷，测算100万总价住房租金与（月供-公积金）接近。**测算总房价100w，按照15%首付对应贷款85万，按照3.06%商贷利率测算，30年等额本息对应月供3611元，扣除公积金为1894元，与月租金接近（按照百城租金回报率2.4%，100万住房对应月租金2000元）。考虑月供涉及一定本金偿还，剔除本金平均对应每月利息支出1250元，已低于月租金，购房相比租房的性价比亦在提升。

百城租售比接近公积金贷款利率



2026年4月部分二三线城市住宅租金回报率高于公积金贷款利率



100万总价住房月供与租金对比

	购买	租赁
房屋总价（万）	100	100
房贷利率/租金回报率	3.06%	2.4%
按15%首付对应贷款金额（万）	85	
月供（元）	3611	
平均月公积金（元）	1717	
剔除公积金支出（元）	1894	
剔除本金偿还月利息（元）	1250	
月租金（元）		2000

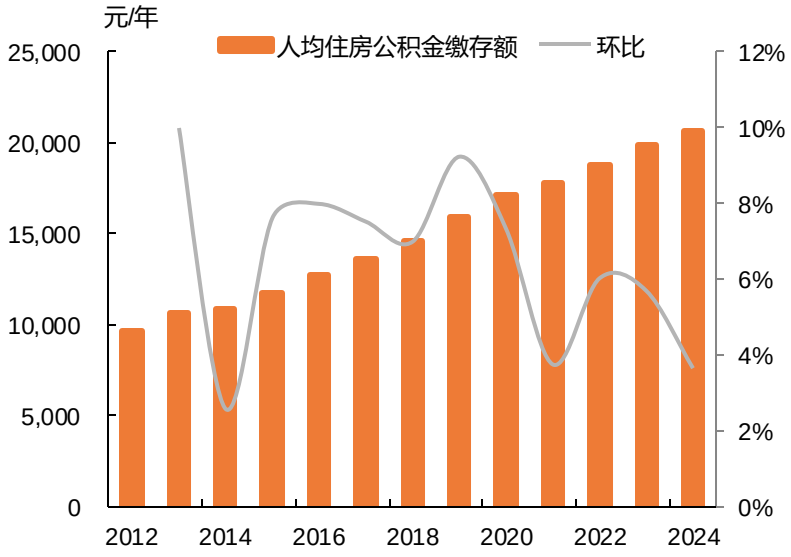
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

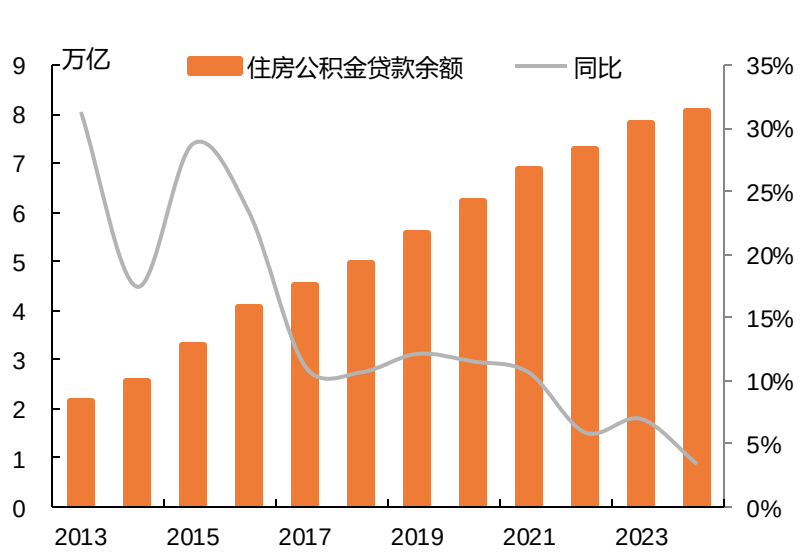
2.2 公积金对月供覆盖度提升，居民置业压力减轻

➢ **以100万总房价为例，双职工公积金基本可覆盖月供。**除租售比接近公积金贷款利率外，随着公积金缴纳逐年提升，公积金对月供覆盖率亦在提升。测算总房价100w，按照15%首付对应贷款85万，假设全额公积金贷款，按照最新2.6%公积金贷款利率，30年等额本息对应月供3403元；2024全国人均住房公积金缴存额2.06万/年（1717元/月），按家庭双职工对应公积金为3434元，已可覆盖公积金贷款月供。

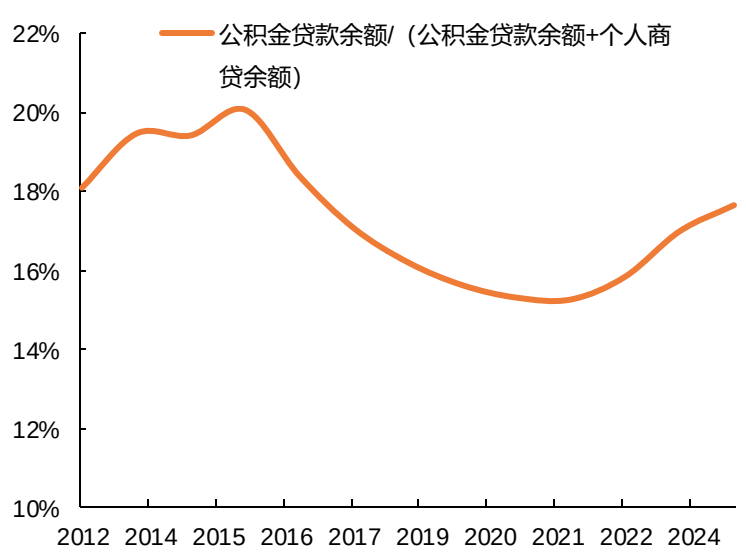
全国人均缴存公积金贷款逐年上升



住房公积金贷款余额持续攀升



2021年以来全国公积金贷款占总按揭贷款比例上升



数据来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2.2 公积金对高能级城市月供亦能形成一定覆盖

➢ 考虑高能级城市房价较高、对应公积金贷款额度及月供可能较高，以上海为例，家庭首套公积金贷款最高为240万，若考虑多子女家庭、绿色建筑等最高额度可达324万，以一套300万二手房为例，按首付15%、公积金贷款240万、商贷15万，30年月供为10245元，按照2024年上海公积金平均水平，双职工公积金覆盖月供仍可达45%。

上海公积金对月供覆盖测算

	组合贷款
2024年上海住房公积金缴存额（亿元）	2594
实缴职工（万人）	931
平均每人每月公积金（元）	2322
住房总价（万元）	300
按15%首付对应贷款（万元）	255
公积金贷款（万元）	240
商业贷款（万元）	15
公积金月供（元）	9608
商贷月供（元）	637
对应月供（元）	10245
双职工公积金占月供比例	45%

数据来源：全国住房公积金2024年年报，平安证券研究所

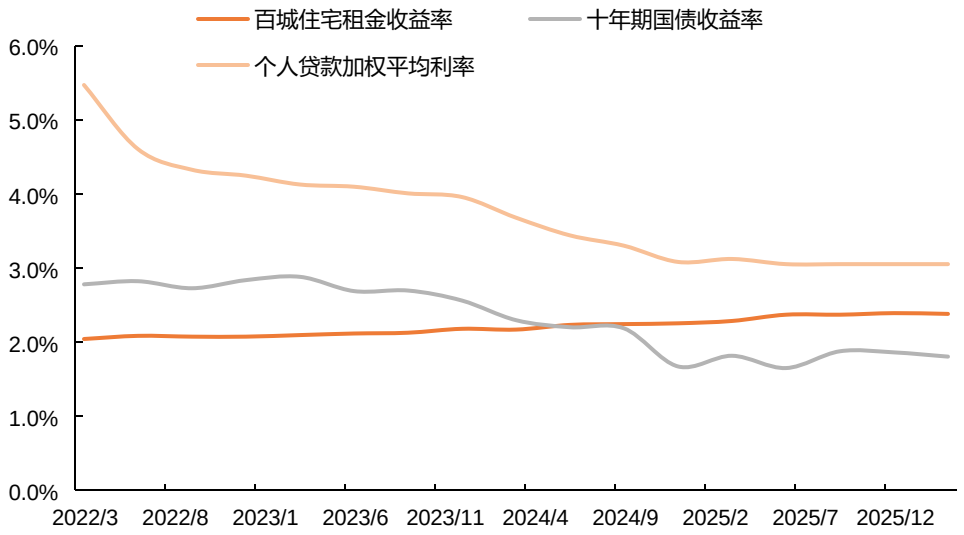
注：商贷利率按照3.06%，公积金利率按照2.6%，还款方式为等额本息

仅供内部参考，请勿外传！

2.3 短期高租售比叠加中期房价看涨期权带动部分需求入市

➢ 2026年4月最新百城租金回报率（2.4%）已高于十年期国债（1.74%），从理财收租角度已具一定吸引力。尽管短期房价仍存在下行风险，但对于中长期资金而言，短期房价波动重要性降低，同时考虑本轮房价调整亦较充分，预计核心城市优质资产中期反弹概率较大，相当于持有一个中期房价看涨期权，亦带动部分中长期理财配置需求入市。

2024H2以来百城租金回报率已高于十年期国债收益率



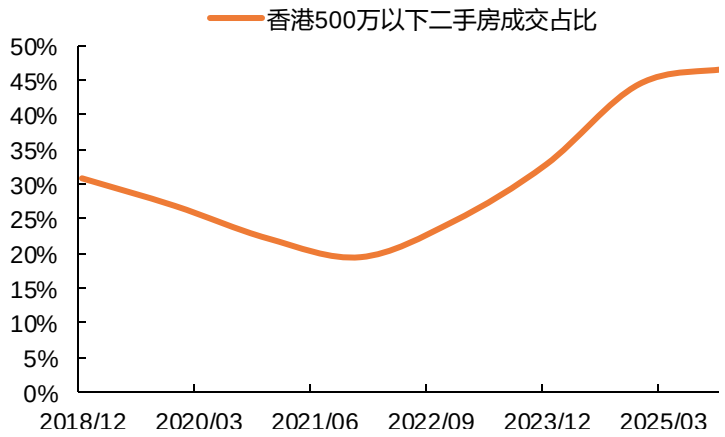
数据来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

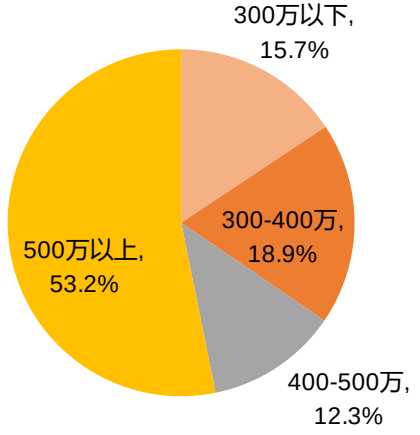
2.3 与25年中国香港楼市复苏节奏有一定类似，提振内地投资者信心

- **2025年中国香港楼市复苏经验提振内地投资者信心。**2025年中国香港低总价小户型率先企稳，逐步向改善高端传导：1）中国香港小户型租售比更高，而2025Q2 Hibor下降带来按揭利率下调，降低月供压力同时提升购买吸引力；2）2025年初中国香港将100港元印花税适用物业价值上限由300万港币提升至400万港币，减轻低总价户型税费负担。中国香港楼市企稳由低总价小户型开启，2025年中国香港500万港币以下二手房成交占比近半，最终传导到全市场带来整体楼市企稳。
- 本轮内地多城上调公积金贷款额度，相当于可以享受更多低利率公积金贷款，类似中国香港按揭利率下行；同时当前内地二手房房价环比降幅收敛，高租售比的低总价住房率先放量类似中国香港企稳初期。以深圳为例，3月低总价小户型成交占比提升，4月逐步由低总价小户型向改善传导，类似中国香港的复苏路径。考虑中国香港楼市2025Q2以来量价齐升，港房股价上涨，亦利于提振投资者对内地楼市信心。

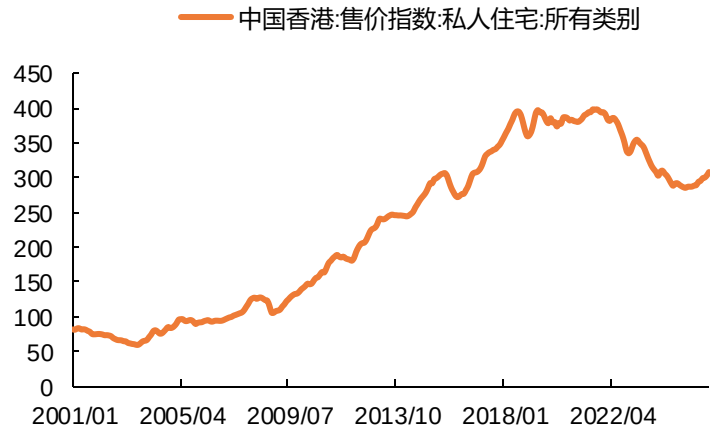
2025年500万港币以下二手房占比近半



2025年中国香港各总价成交占比



2025Q2以来中国香港房价逐步企稳回升



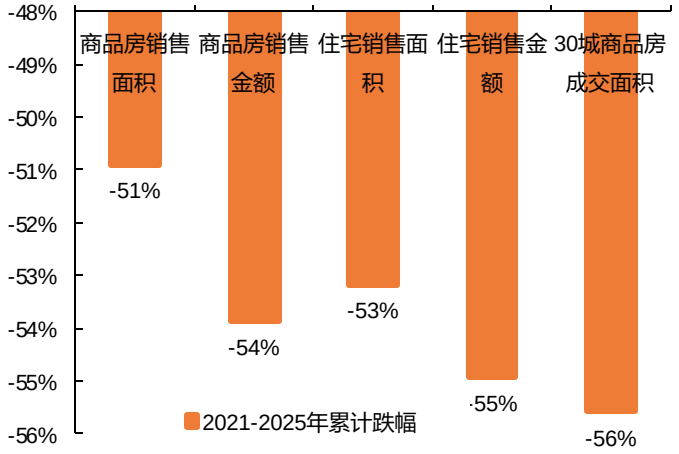
资料来源：Wind，中国香港中原地产，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

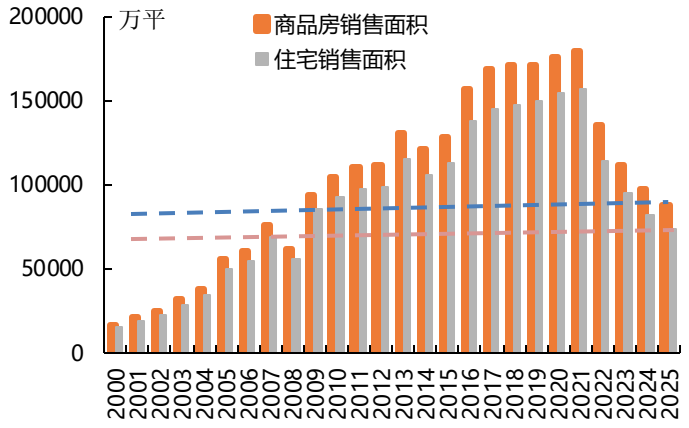
2.4 中期成交规模调整相对充分，幅度接近海外

➢ 从成交规模调整幅度来看，自2021年下半年以来，全国楼市步入调整周期，2025年全国商品房销售额及销售面积较2021年下降54%和51%，销售面积绝对规模回到2010年前水平。对比2005年后美国、英国、中国香港的楼市调整幅度，本轮国内跌幅已相对接近。

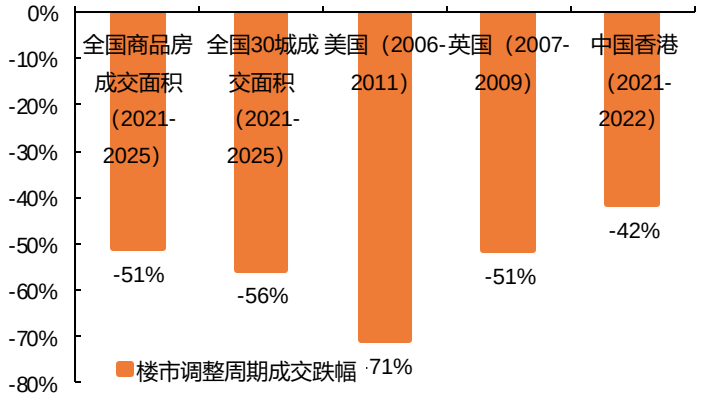
2025年地产销售较2021年变化



全国成交面积回到2010年前水平



本轮周期成交调整幅度接近海外



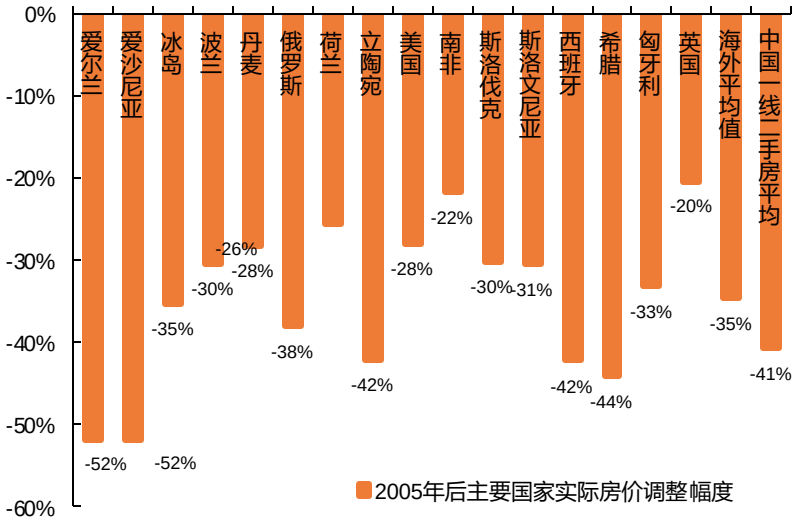
数据来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

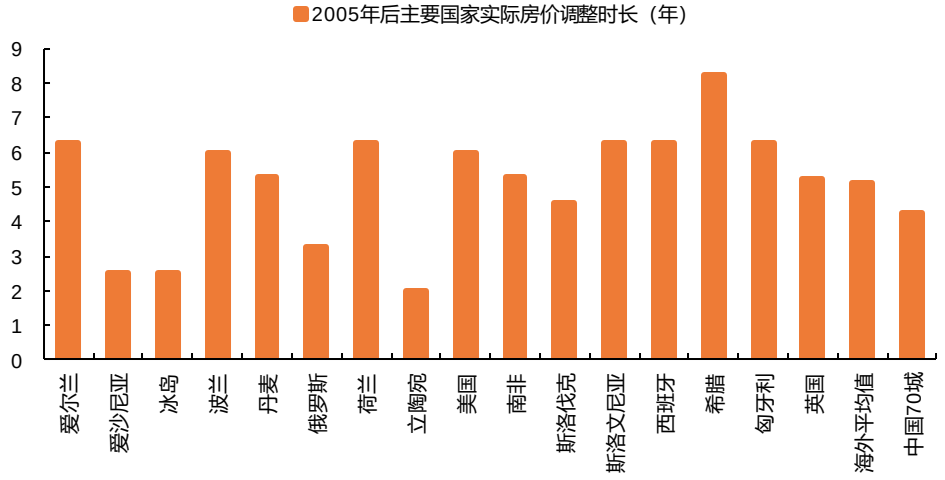
2.4 核心城市二手房价降幅超过海外，持续时间接近海外均值

- 从房价调整幅度来看，从海外房价调整幅度及持续时长对比来看，统计的2005年后16个国家实际房价跌幅均值为35%。根据中原统计的二手房数据，国内一线城市2021年9月-2025年12月平均房价跌幅为38%，剔除同期全国CPI后实际房价跌幅41%，已超海外平均值。截止2025年末，本轮国内调整持续时间为4.3年，仅略低于海外平均（5.13年），2026Q4将接近海外调整时间平均水平，意味着调整或逐步接近尾声。

2005年后主要国家实际房价调整幅度



国内外楼市调整周期时长对比



数据来源：Wind，平安证券研究所

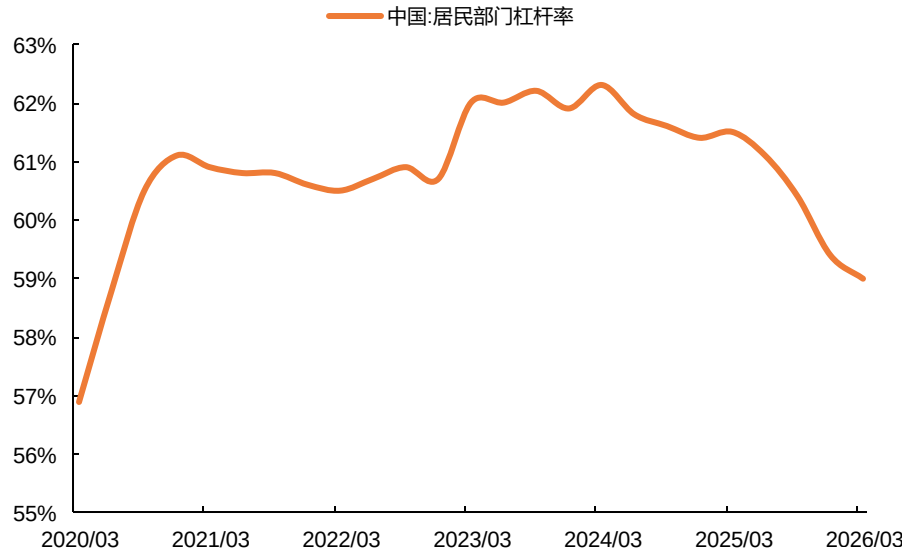
注：国内房价调整幅度及持续时间截止2025年末

仅供内部参考，请勿外传！

2.5 居民杠杆率持续下滑，房价拐点或渐行渐近

- 从居民资产负债表来看，从海外国家及地区经验来看，居民部门杠杆率出现拐点，意味着个人资产负债表逐步修复，经历一段时间的确认，预期及信心修复将带来房价拐点，9个海外国家及地区平均领先周期为2.77年。随着居民收入增加、提前偿还贷款等，2024Q1国内居民部门杠杆率已出现向下拐点，截止2026Q1已下行超过2年，随着预期及信心修复，房价拐点或也渐行渐近。

国内居民部门杠杆率在2024Q1见顶



2005年以来主要国家及地区居民杠杆率拐点与房价拐点关系

	爱尔兰	波兰	丹麦	荷兰	西班牙	希腊	匈牙利	英国	中国香港	平均值
居民杠杆率拐点	2009-12	2011-09	2010-03	2010-09	2010-06	2014-03	2010-06	2010-03	2023-06	
房价拐点	2013-06	2013-09	2012-06	2014-03	2013-12	2015-12	2013-12	2013-03	2025-05	
领先时间（年）	3.50	2.00	2.25	3.50	3.51	1.75	3.51	3.00	1.92	2.77

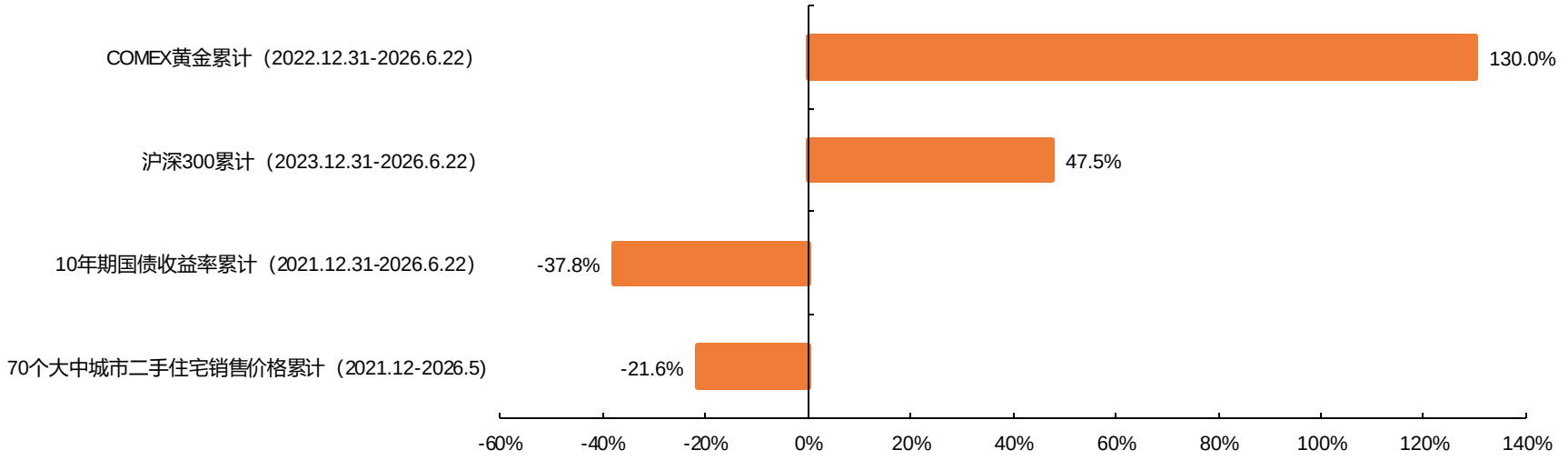
数据来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

2.6 住房资产大幅跑输其他主流资产，比价效应持续凸显

- 从大类资产对比来看，COMEX黄金2021-2022年调整后于2023年开启反弹，2022/12/31至2026/6/22累计上涨130%；A股沪深300 2021-2023年调整后于2024年开启反弹，2023/12/31至2026/6/22累计上涨47.5%；10年期国债收益率2020年末以来震荡下行，2021/12/31至2026/6/22收益率累计下跌37.8%，对应债券市场多年牛市行情。相比之下，2021年下半年以来房价持续调整，2021年末至2026年5月70个大中城市二手住宅销售价格累计下跌21.6%，表现远弱于其他大类资产，比价优势持续显现，对应住房配置价值逐步提升。

房价变动与其他主流资产对比



资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！



目录 CONTENTS

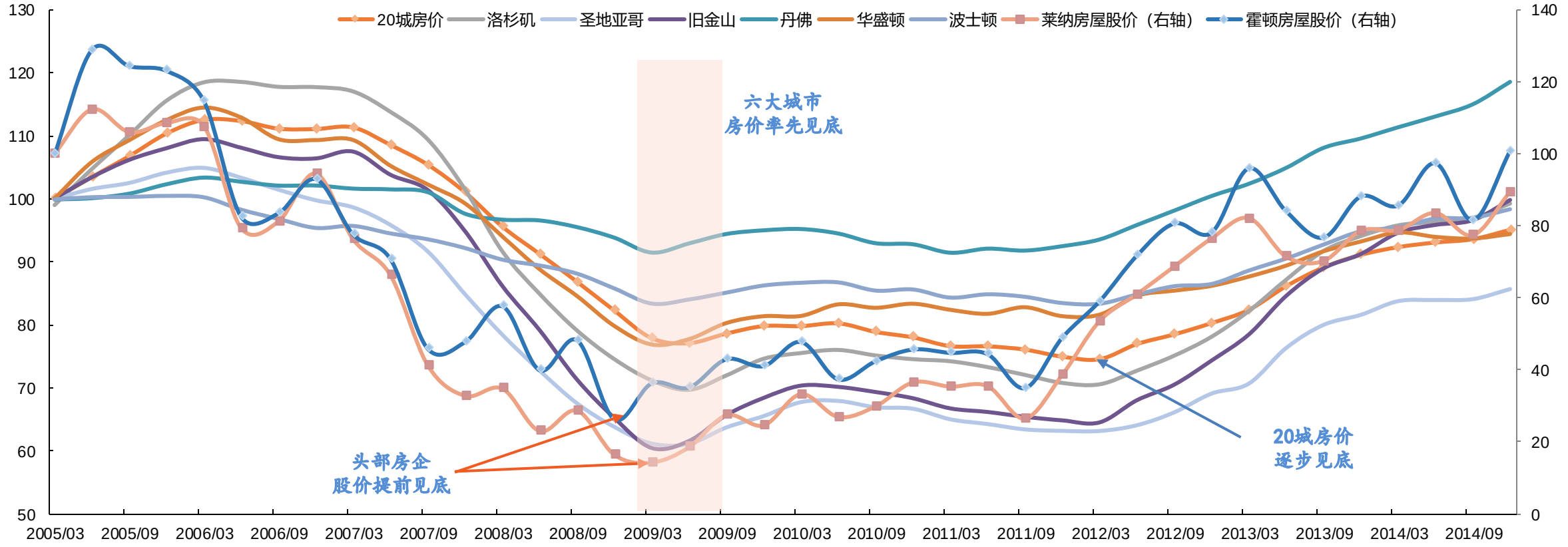
- 回顾：楼市调整分化延续，核心城市曙光渐现
- 展望：积极因素持续发酵，量变或引发质变
- 机遇一：内房曙光渐行渐近，以耐心换取收益
- 机遇二：中国香港楼市量价齐升，港房投资机遇尚存
- 投资建议与风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

3.1 美国头部房企股价领先房价见底，核心城市楼市率先企稳

➢ 从次贷危机后美国经验来看，2008Q4-2009Q1霍顿、莱纳股价相继见底，而洛杉矶、旧金山等核心六城房价在2009Q1-Q2陆续见底，全部20城房价直到2012Q1才见底。同时从头部房企股价底部到20城房价见底，霍顿、莱纳股价累计上涨124%和274%。

头部房企股价领先核心城市房价见底，核心城市房价率先见底



数据来源：Wind，平安证券研究所

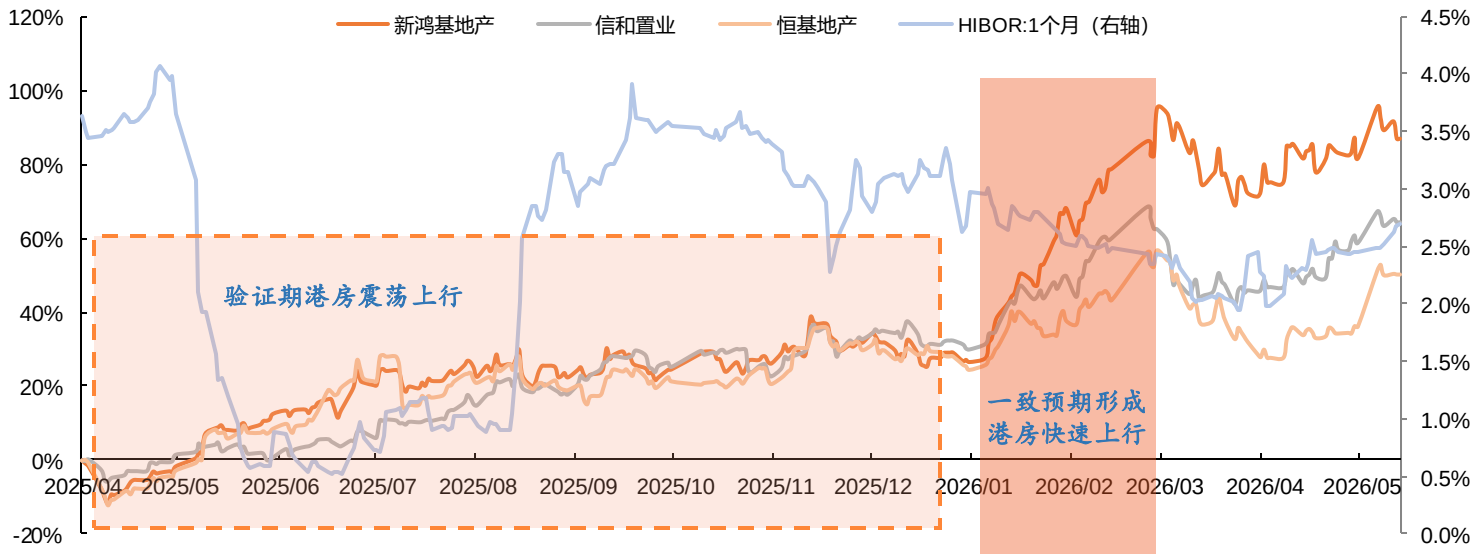
注：城市为房价指数、企业为股价数据，为方便对比统一按照2005年3月为基期标准化处理

仅供内部参考，请勿外传！

3.1中国香港复苏观察窗口港房仍有机会，以耐心换取收益

- 从2025年中国香港楼市及港房走势来看，2025Q2中国香港房价逐步企稳，部分投资者认为楼市回稳为HIBOR下行导致的短期行为，随着HIBOR上行楼市可能会再次承压，但同期主流港房股价仍保持震荡上行。随着8月HIBOR上行带来按揭利率上行，2025Q4中国香港楼市量价仍延续上行，市场逐步认可中国香港楼市已走出周期底部，带动港房2026Q1股价快速上行。
- 当前国内楼市一二手市场成交已出现回暖迹象，但市场对楼市复苏持续性仍存疑，我们认为参考2025年中国香港楼市及港房走势，即使短期楼市复苏仍存分歧，但考虑板块持仓及个股市值仍处低位、业绩及减值压力释放，股价仍有可能震荡上行，随着楼市企稳趋势确立，潜在向上弹性依旧较大，建议投资者以耐心换取收益，从中期维度持有地产股。

港资地产在市场犹豫期股价震荡上行



数据来源：Wind，平安证券研究所

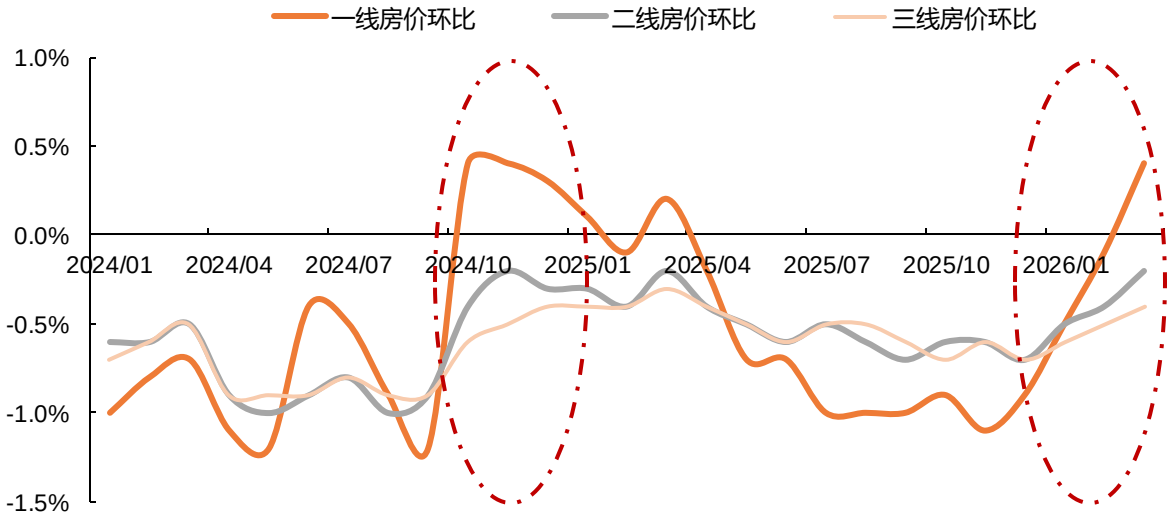
注：新鸿基地产、信和置业、恒基地产为相比2025年4月1日累计涨幅走势图

仅供内部参考，请勿外传！

3.2 楼市回升仍存预期差，当前股价尚未完全体现

- 从基本面角度来看，根据国家统计局数据，2026年来各线城市二手房房价环比降幅持续收窄，2026年3月一线城市二手房房价已环比转正。但部分投资者认为2024Q4-2025Q1重点城市房价亦存在降幅收窄，但2025Q2后市场重归下行，因此对本轮楼市回暖持续性存担忧。我们认为有分歧意味着仍存在预期差，一旦市场对楼市拐点形成共识，板块仍具备较大向上弹性。
- 同时相比2024年-2025年：1）当前楼市量价调整相对更充分；2）本轮楼市复苏从一线低总价到改善置换，复苏链条更健康；3）公积金提额相当于变相降息，公积金贷款利率接近住房租售比，叙事逻辑更顺畅。

2024年以来各线城市二手房房价环比走势图



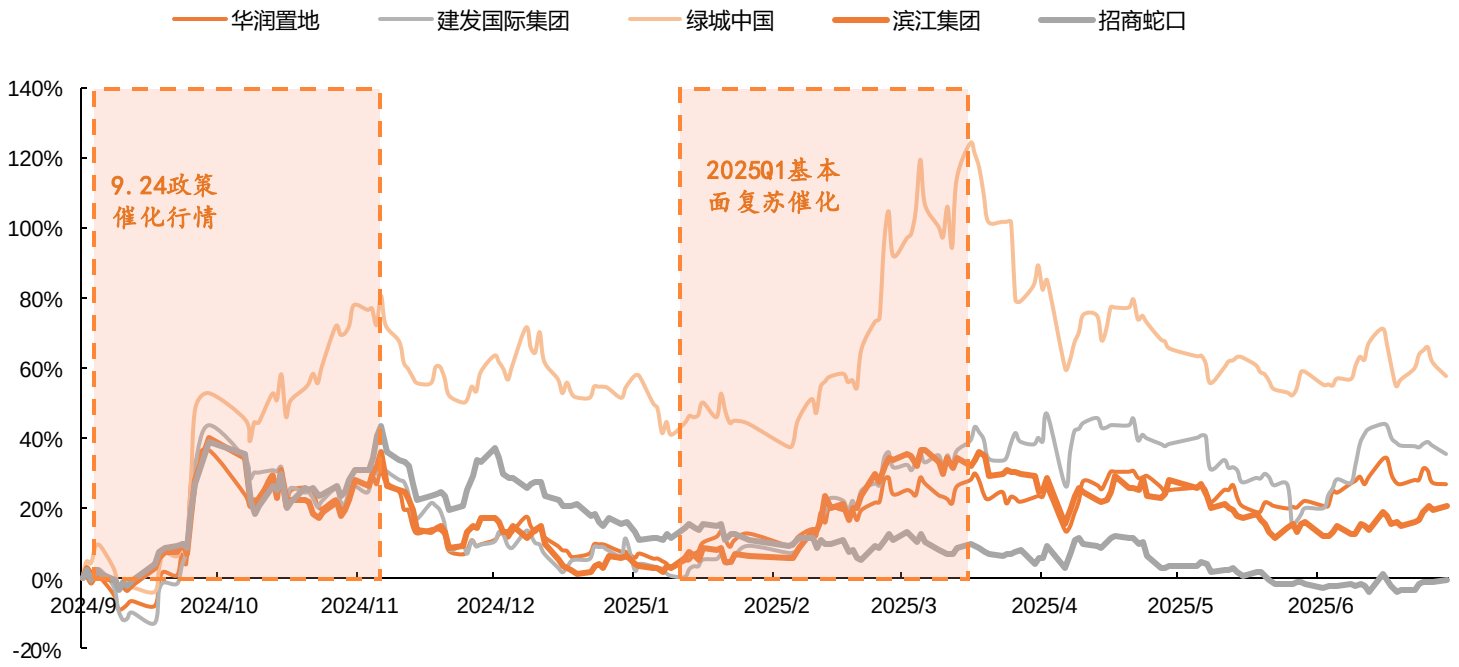
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

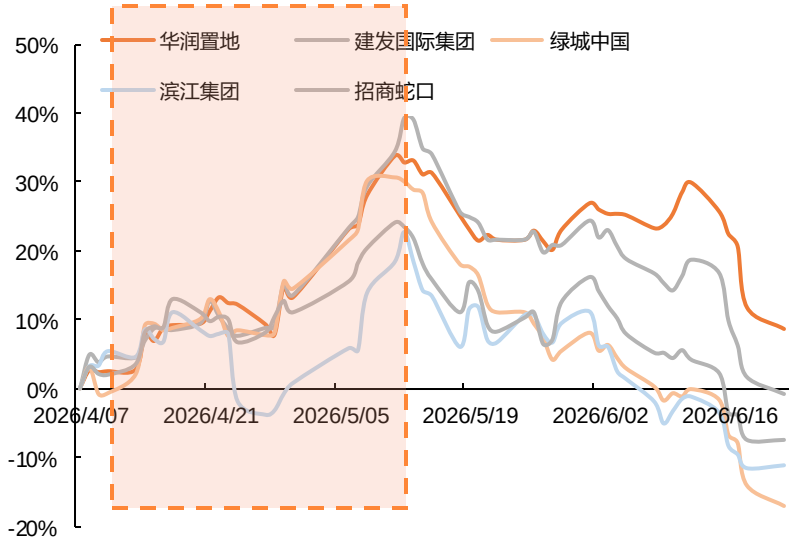
3.2 房企涨幅尚未超过上轮，下半年等待基本面进一步催化

- 复盘2024年9月到2025Q1的地产板块行情，主要体现为两个阶段，第一阶段为2024.9-2024.11由于“9.24”政策带来的系统性上涨行情；第二阶段为2025Q1由于楼市表现好于预期带来的基本面催化。2026年4月板块行情更类似第一阶段，后续若基本面持续验证，下半年板块有望迎来第二波上涨行情。
- 同时对比上轮板块行情，我们认为板块及个股向上仍有空间：1）2025年至今股市、黄金等其他大类资产均大幅上涨，而国内房价下跌、地产指数相对滞涨；2）当前房企业绩及减值压力进一步释放；3）上轮领涨房企绿城中国涨幅翻倍，本轮4月行情主流房企底部反弹均未超过50%，同时短期由于市场投资风格变化，6月多家房企股价已跌回本轮行情启动前。

2024年末行情中主要房企累计涨幅（2024.9.2收盘价为基）



2026年4月反弹行情中主要房企累计涨幅（2026.4.7收盘价为基）



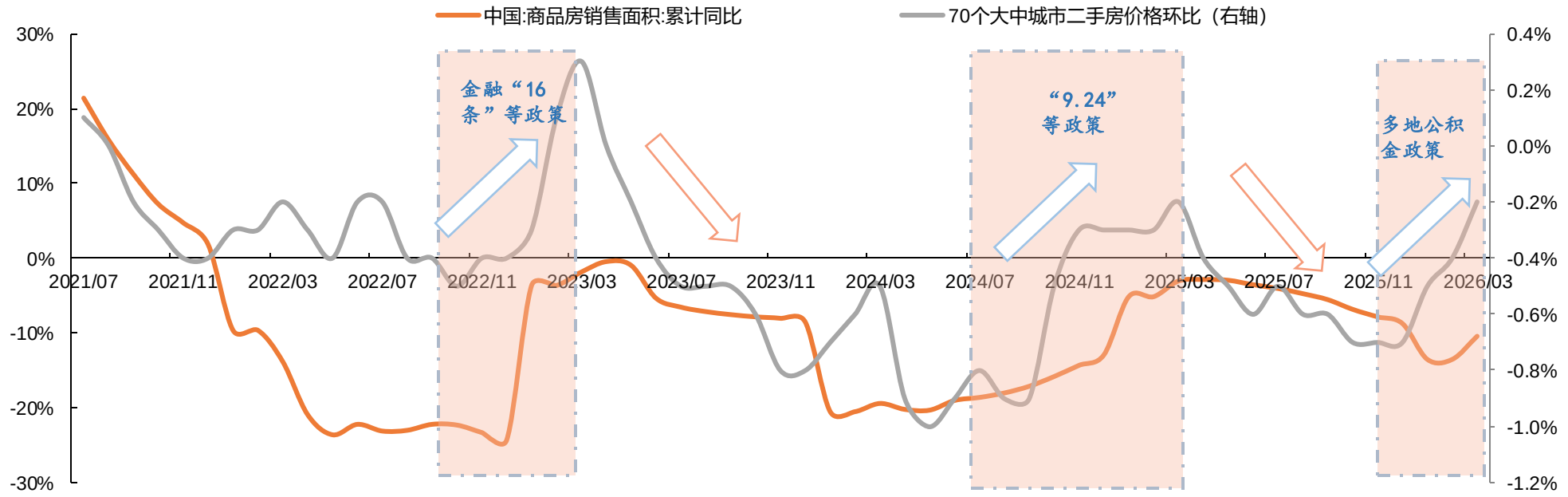
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

3.3 积极因素逐步发酵，部分投资者或早已“心动”

➢ 2021年以来地产支持政策多次出台，楼市也曾出现短暂回暖，那本轮有何不一样。我们认为除短期公积金政策带来的边际变化外，2021年至今国内楼市量价调整相对充分、居民杠杆率持续改善等积极因素持续汇聚，或逐步产生量变到质变的效果，部分投资者可能已接受楼市或已处于底部区间，但不确定何时走出底部，若下半年典型城市楼市量价逐步走稳，部分投资者或逐步由“心动”转化为“行动”，地产板块有望迎来贝塔机会。

2021年以来多轮政策带动楼市短暂回升



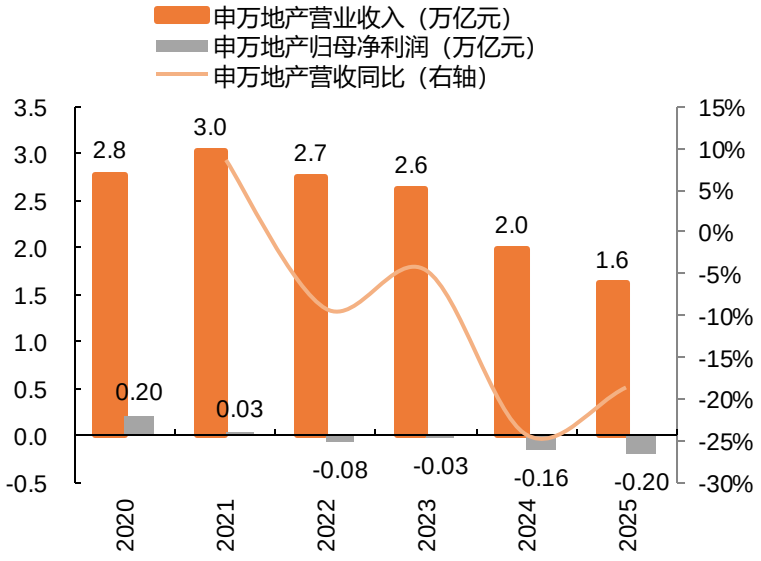
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

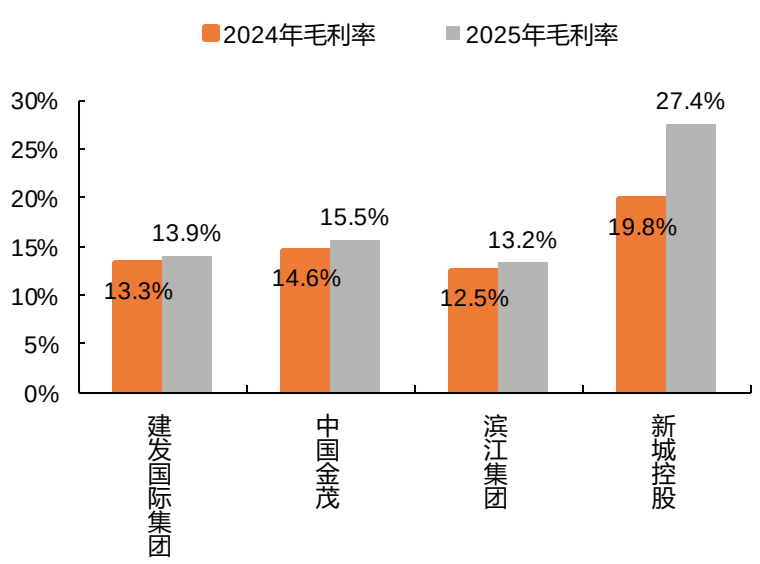
3.4 业绩压力逐步释放，优质房企报表边际改善

➢ 从房企本身来看，2025年财报进一步释放企业减值及业绩压力，同时个别房企毛利率同比改善、减值损失不同程度减少，亦呈现积极信号。往后看，我们认为历史包袱轻、拿地及产品力强的房企将率先受益，随着楼市底部逐步确立，地产板块有望迎来贝塔行情。

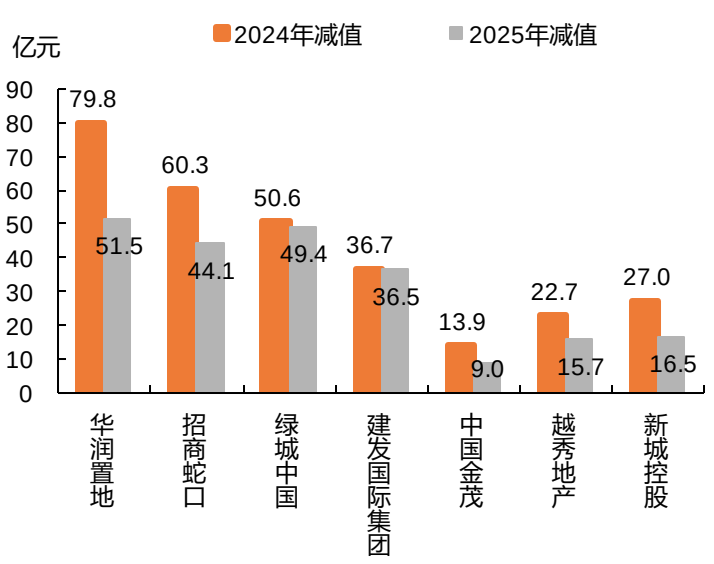
2025年申万地产板块延续亏损



部分房企2025年毛利率同比改善



部分房企2025年减值损失同比降低



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！



目录 CONTENTS

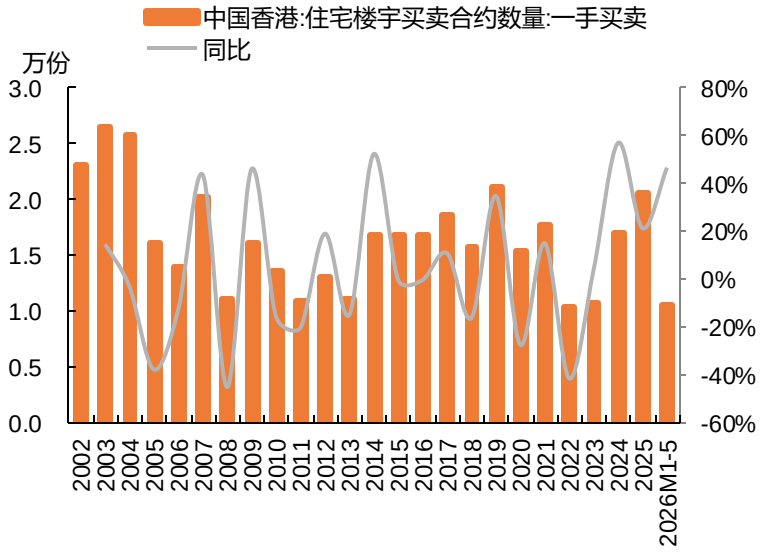
- 回顾：楼市调整分化延续，核心城市曙光渐现
- 展望：积极因素持续发酵，量变或引发质变
- 机遇一：内房曙光渐行渐近，以耐心换取收益
- 机遇二：中国香港楼市量价齐升，港房投资机遇尚存
- 投资建议与风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

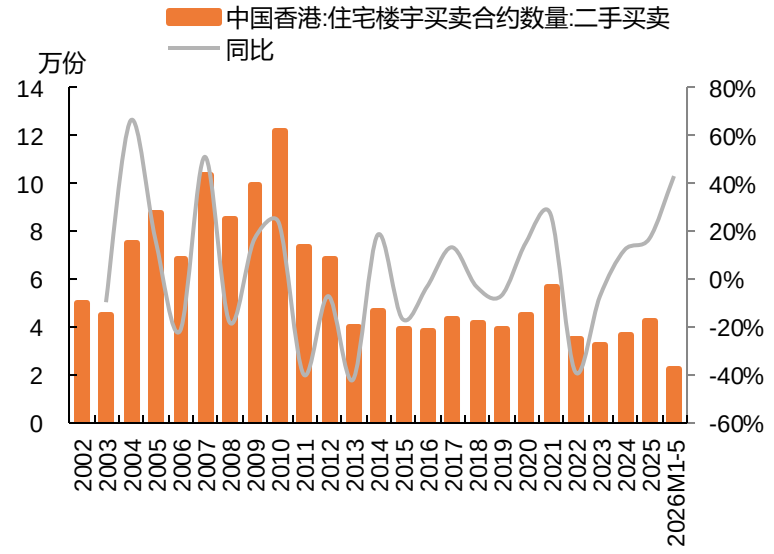
4.1 中国香港楼市止跌回升，量价持续改善

- 2025年中国香港楼市止跌回升，全年一二手合计成交6.3万套，创2022年以来新高；其中一手住宅楼宇买卖合约数量2.1万套，创2020年以来新高，二手住宅楼宇买卖合约数量4.2万套，创2022年以来新高。2026年升势延续，1-5月一手住宅楼宇买卖合约数量1.1套，同比增长46.9%，二手住宅楼宇买卖合约数量2.3万套，同比增长43%。
- 价格方面，2025年4月以来中国香港私人住宅售价指数环比稳步上行，2025年末中国香港私人住宅售价较2025年3月低点上涨5.2%，2026年前5月房价进一步较2025年末上涨7.4%。

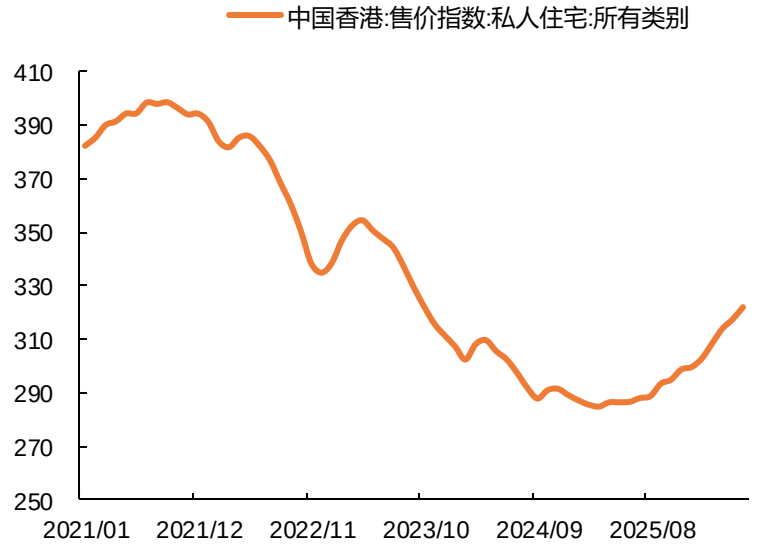
中国香港新房成交量持续反弹



中国香港二手房成交量持续反弹



2025年4月以来中国香港价格企稳回升



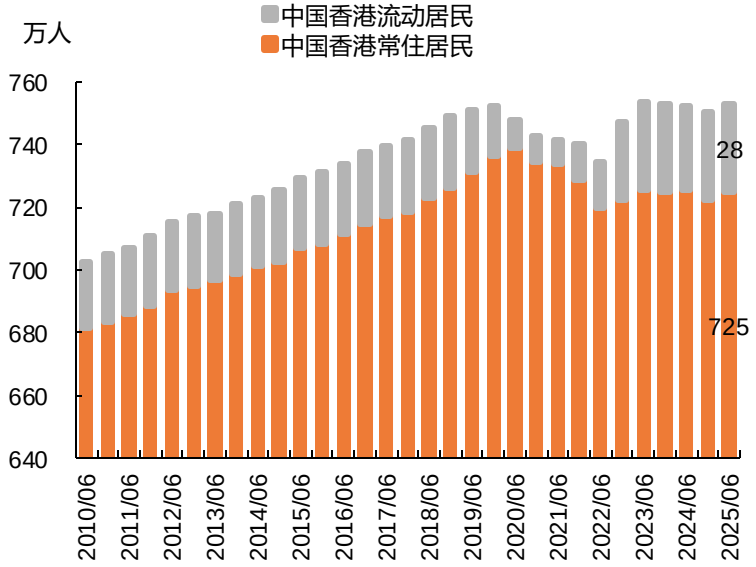
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

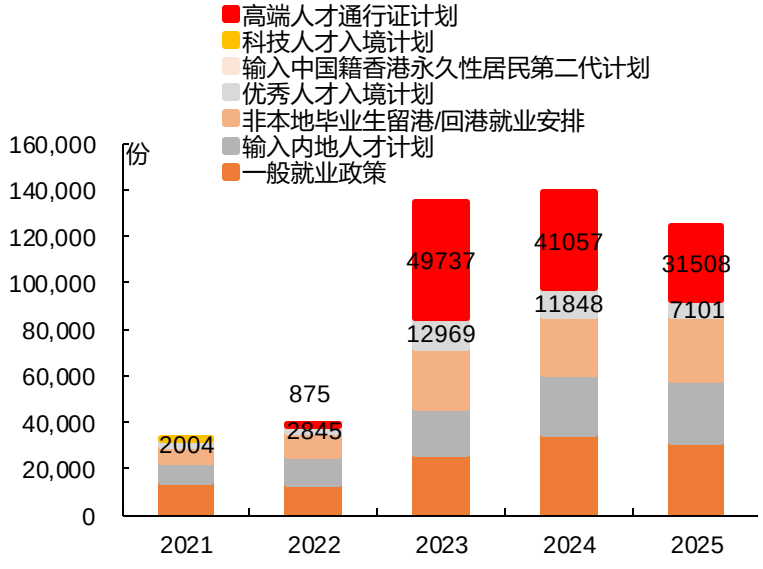
4.2 供需结构优化，上行趋势有望延续（1/3）

- **人口恢复净流入叠加人才引进带来增量需求。**2025年上半年末中国香港常住人口数反弹至725万人。同时中国香港政府积极通过人才引入优化人口结构，2025年约12.4万份各类签证获批，其中高才、优才3.2万份、0.7万份，持续高端人才引进有望带来增量购房需求。
- **人民币升值提升内地人群赴港置业意愿。**2025年4月以来，人民币相比港币持续升值，2026年5月人民币兑港币相较2025年4月低点升值8.6%，人民币升值叠加高才优才引入、中国香港房价上涨预期均有望提升内地买家赴港置业意愿。根据中原地产估计，2025年全年普通话拼音买家在中国香港一二手住宅成交约1.38万套，约占总成交（6.3万套）的22%。

中国香港新房成交量持续反弹



中国香港主要签证获批情况



2025年4月以来中国香港价格企稳回升



资料来源：Wind，中国香港入境事务处，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

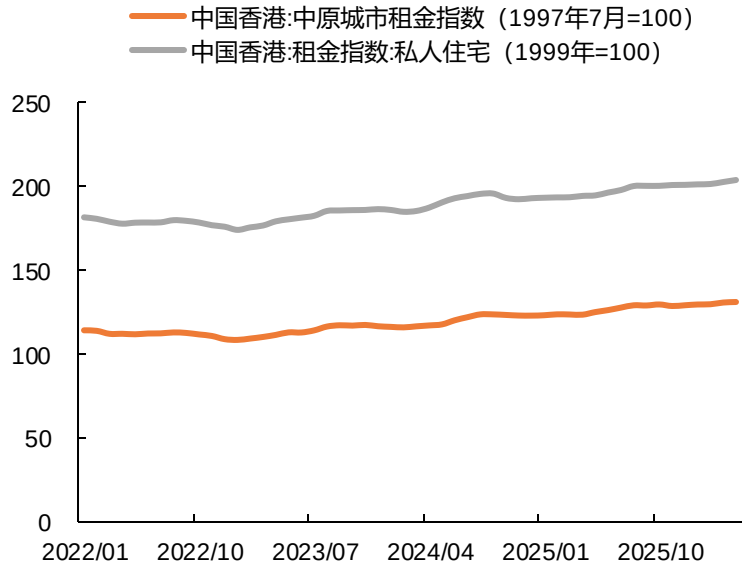
4.2 供需结构优化，上行趋势有望延续（2/3）

- **住宅房租震荡上行，租金回报率接近债券收益率。**受引入高才优才、人口恢复净流入等因素影响，中国香港私人住宅租金震荡上行，2025年中国香港私人住宅指数上涨4.2%，中原地产披露的城市租金指数2025年上涨5.2%。受房租上行影响，中国香港私人住宅平均租金回报率保持相对较高水平，2026年4月平均回报率为2.8%，仅略低于十年期政府债券收益率（3%）和中国香港按揭利率（3.25%）。
- **供给持续收缩，市场库存持续消耗。**供给层面，2025年新批住宅数10845套，较2024年下降8.4%，连续两年下降。受销售回升及供给收缩影响，住宅库存下滑，2026Q1末整体拿地未售10.1万套，低于2025年末的10.4万套，其中现房2万套，较2025年末的2.3万套回落，为楼市延续上行创造良好环境。

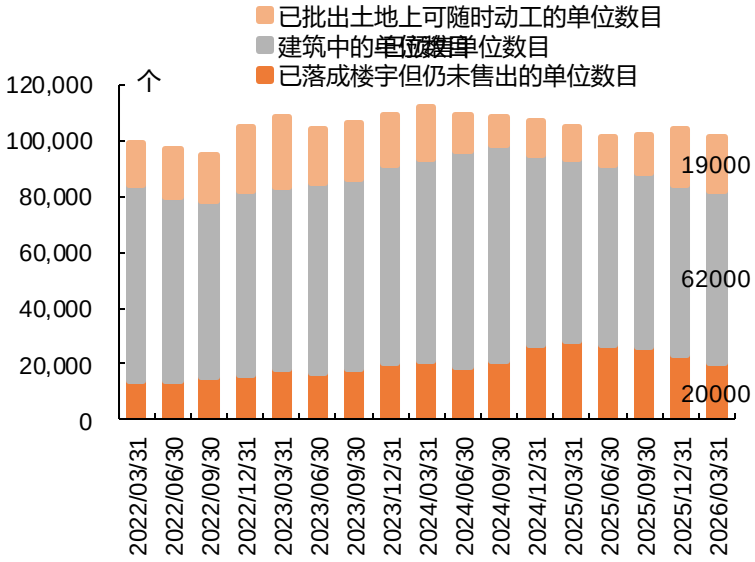
中国香港私人住宅租金回报率接近十年期政府债券收益率



2025年中国香港租金震荡上行



中国香港住宅库存下滑



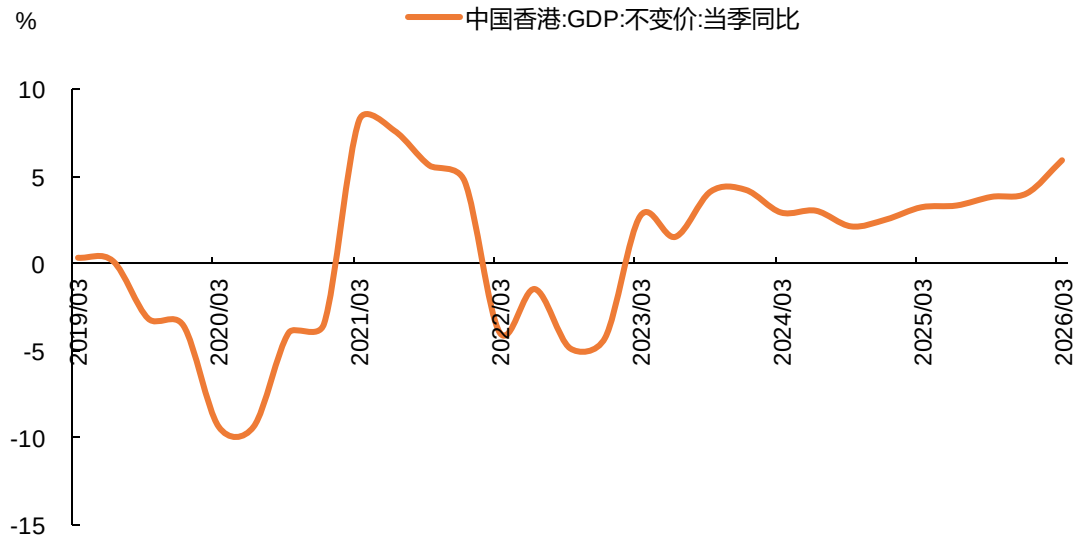
资料来源：Wind，中国香港房屋局，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

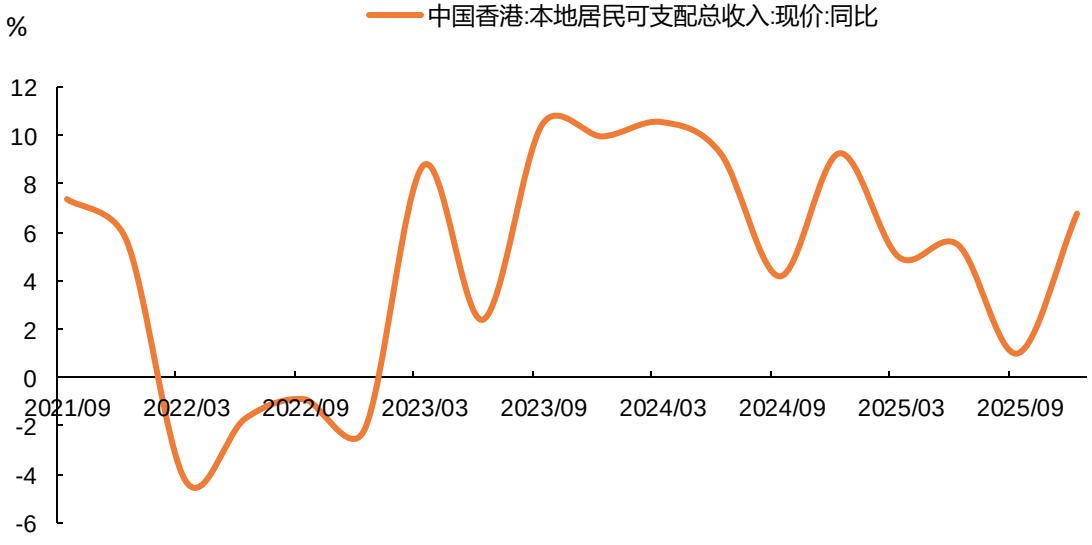
4.2 供需结构优化，上行趋势有望延续（3/3）

➢ 整体来看，我们认为随着中国香港经济反弹、中高端人才持续引入、租金回报率吸引力增强，需求端有望延续恢复，而供给端待批预售住宅数量持续下滑，未来潜在供应压力可控。随着楼市供需格局进一步优化，预计中国香港楼市量价有望延续上行。

中国香港GDP增速持续反弹



中国香港居民可支配收入增速反弹



资料来源：Wind，平安证券研究所

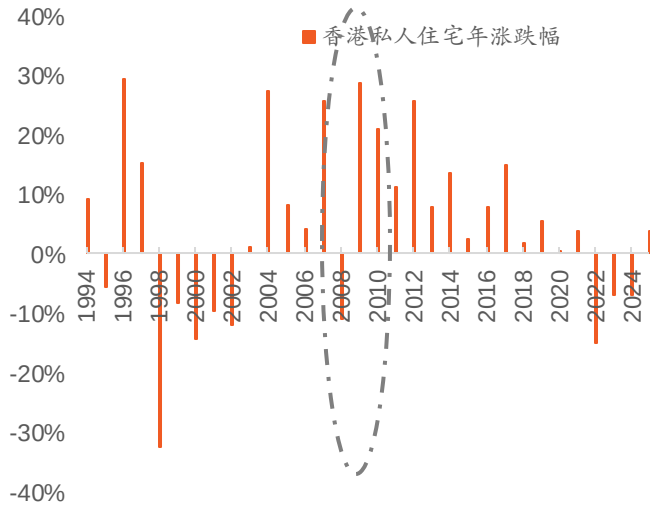
仅供内部参考，请勿外传！

4.3 港房股价与房价强相关，上涨空间仍存

➢ 从绝对股价涨幅来看，从房价涨幅来看，2003年上轮周期见底，2004年中国香港私人房价指数上涨27.4%，拐点初期呈现较大的上涨弹性。同时上轮周期拐点初期，港资房企亦呈现较大的股价与业绩弹性，2003-2007年新鸿基地产、恒基地产、信和置业股价累计涨幅307%、257%和1128%，本轮新鸿基地产自2025年4月低点以来最高涨幅翻倍（对应2026年5月股价高点），但仍远低于上轮周期。我们认为房地产作为周期行业，本轮中国香港楼市25年刚出现拐点，短期楼市量价均有望持续超预期，坚定看好后续港资房企表现。

➢ **港房股价与房价强相关，房价上行有望持续打开股价上行空间：**从新鸿基地产股价与中国香港房价历史走势来看，两者呈现较强的相关性，房价超预期表现有望带动股价超预期。

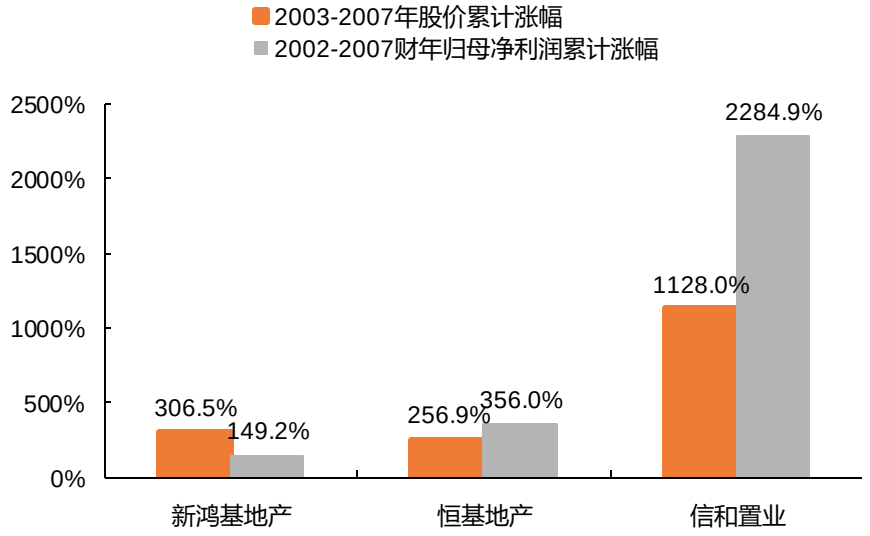
2004年中国香港房价上涨27.4%



新鸿基地产股价与房价年涨跌幅呈强相关性



上轮周期主流港资地产股价与利润涨幅对比



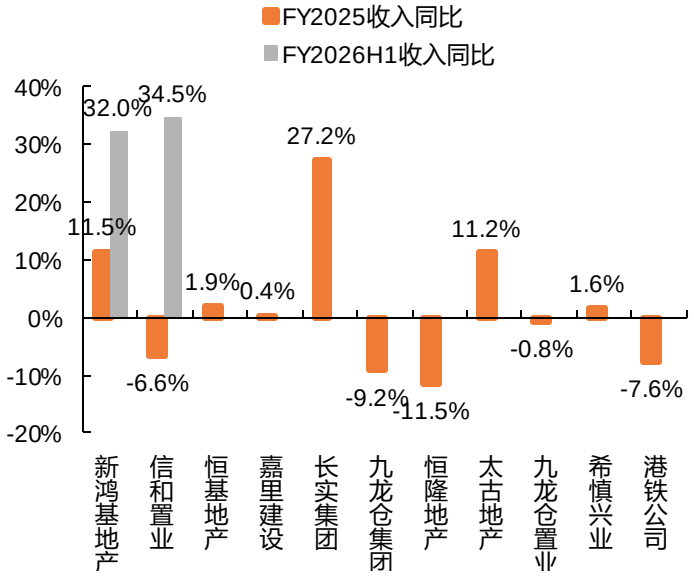
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

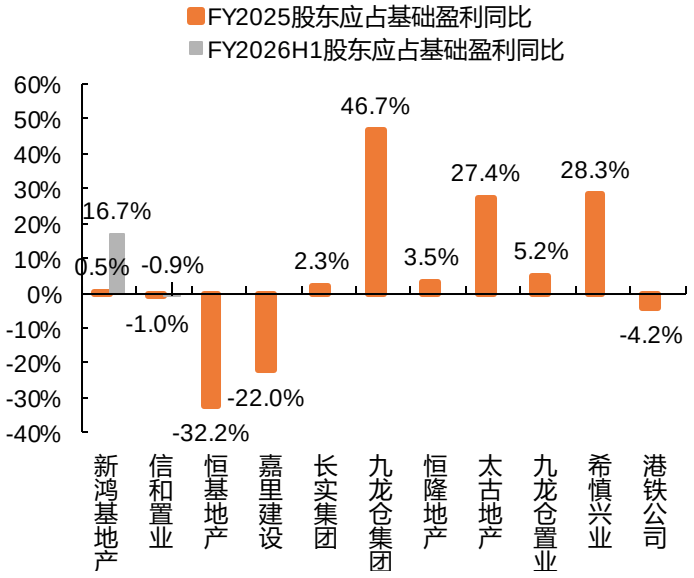
4.4 港房财报逐步修复，经营端改善逐步显现

- **受益中国香港楼市回升，主流港房收入多数实现增长，利润呈现改善。**统计11家主流港资房企最新财报收入同比增长中位数为1.6%，股东应占基础盈利同比增长中位数为3.5%，绝对规模均呈现改善。
- **个别港房增加股息分派，股息率具备吸引力，投资价值持续凸显。**11家主流港资房企中4家在最新财报披露时提高股息分派，其中新鸿基地产2026财年中期派息0.98港元/股，同比增长3.2%，长实集团2025财年每股派息同比增长2.3%至1.78港元，太古地产同比增长4.5%至1.15港元，九龙仓置业同比增长6.5%至1.32港元。按近一年每股派息计算，主流港资房企最新股息率中位数5.47%，具备较强吸引力。同时考虑中国香港楼市上行趋势有望延续，持续看好港资房企投资机遇。

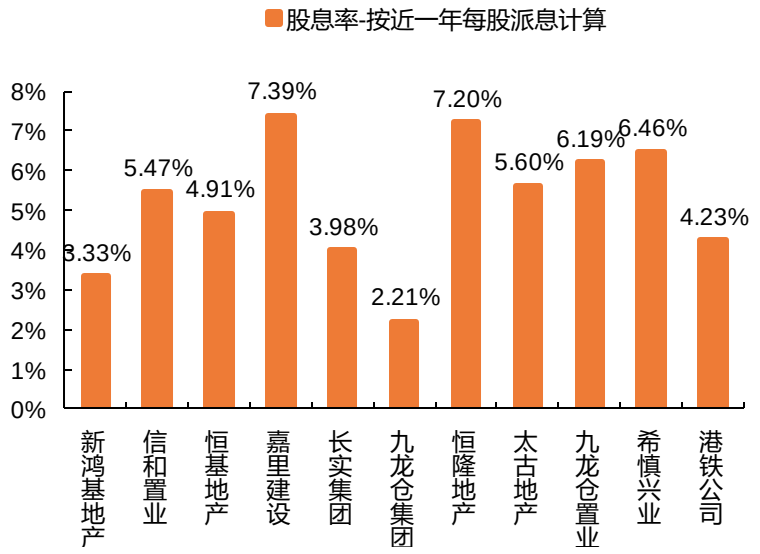
主流港房最新业绩期收入多数同比增长



主流港房最新业绩期盈利多数同比提升



主流港房最新股息率（截至2026/6/22）



资料来源：Wind，公司公告，平安证券研究所 注：新鸿基地产、信和置业最新为2026财年上半年报告，其余为2025财年年报，以各家最新报告为基础计算中位数

仅供内部参考，请勿外传！



目录 CONTENTS

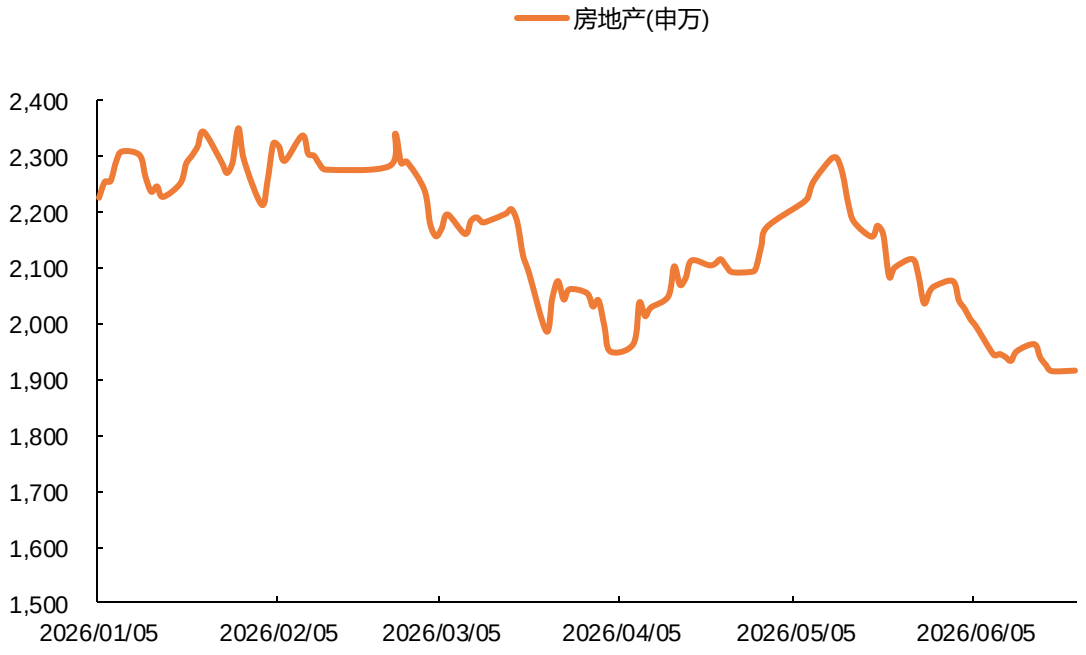
- 回顾：楼市调整分化延续，核心城市曙光渐现
- 展望：积极因素持续发酵，量变或引发质变
- 机遇一：内房曙光渐行渐近，以耐心换取收益
- 机遇二：中国香港楼市量价齐升，港房投资机遇尚存
- 投资建议与风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

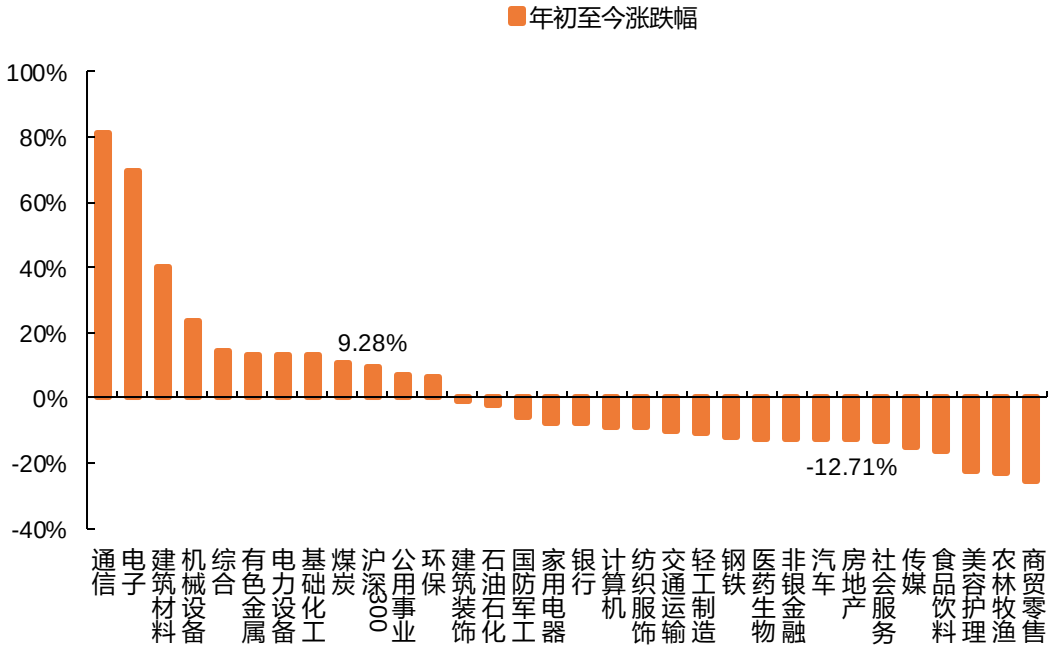
上半年板块表现震荡，仍不乏阶段性行情

- 年初以来（截至2026/6/22）申万地产板块累计下跌12.7%，跑输沪深300 22个百分点。4月初至5月中受核心城市基本面驱动，板块有阶段性反弹行情。

年初以来申万房地产指数走势



年初以来申万地产板块涨跌



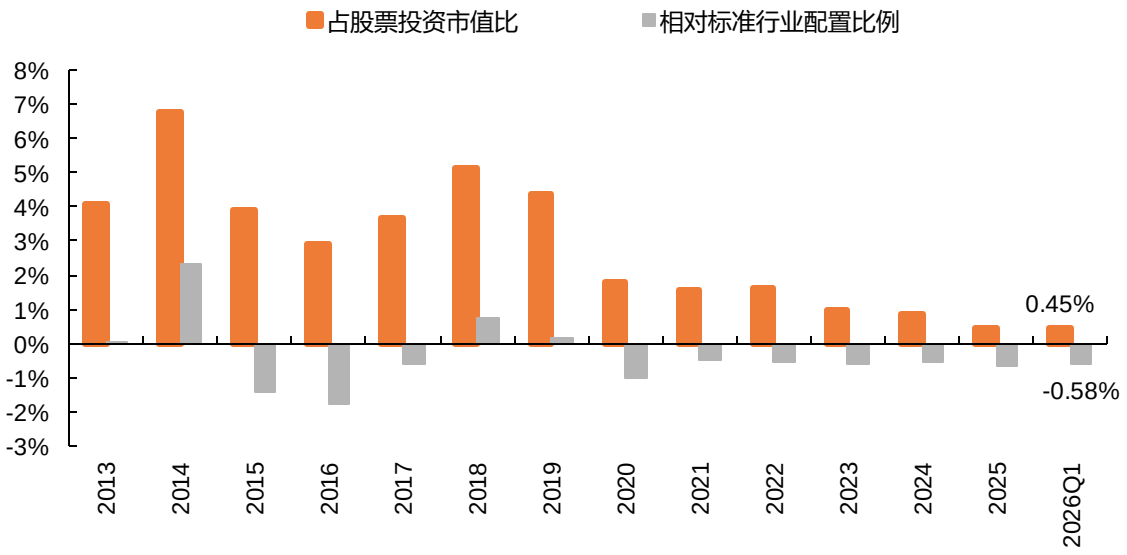
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

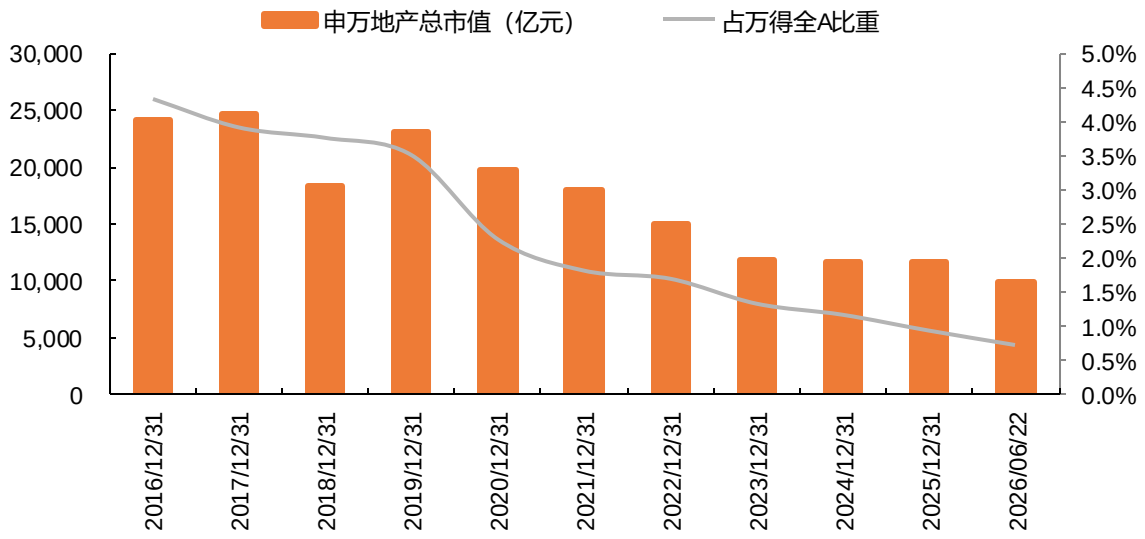
板块持仓处于低位，市值占比趋势下行

- 2026Q1公募基金房地产业持仓占股票投资市值比为0.45%，较2025年小幅提升0.02个百分点，处于2013年以来较低水平；公募基金持仓相对标准行业配置比例-0.58%，延续低配状态。
- 截至2026/6/22申万地产板块总市值9955亿元，较2019年末累计下跌56.9%，占万得全A市值比重由2019年末的3.5%降至0.7%。

地产板块公募持仓情况



地产板块总市值占比不到1%（截至2026/6/22）



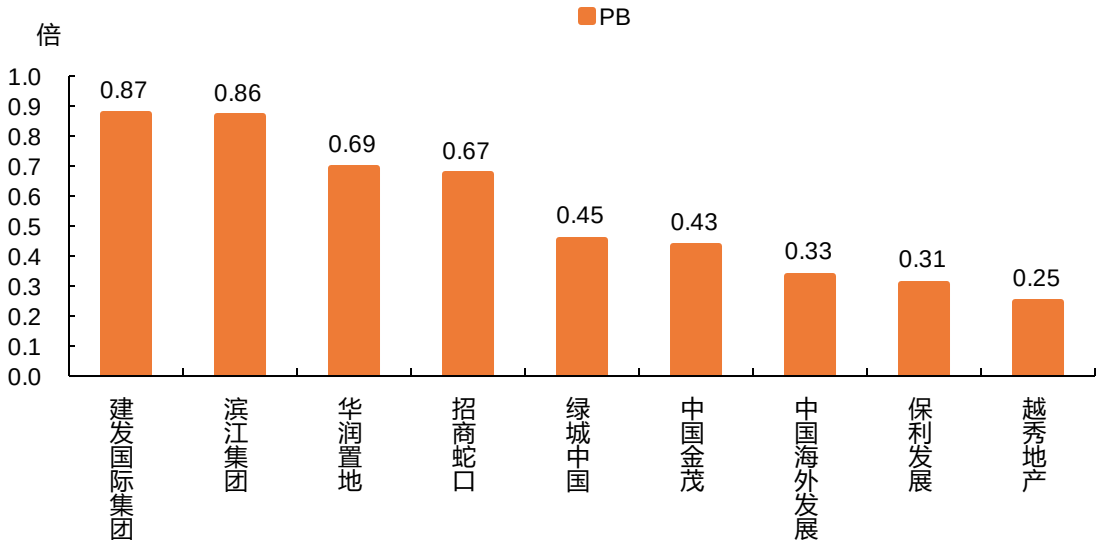
资料来源：Wind，平安证券研究所

仅供内部参考，请勿外传！

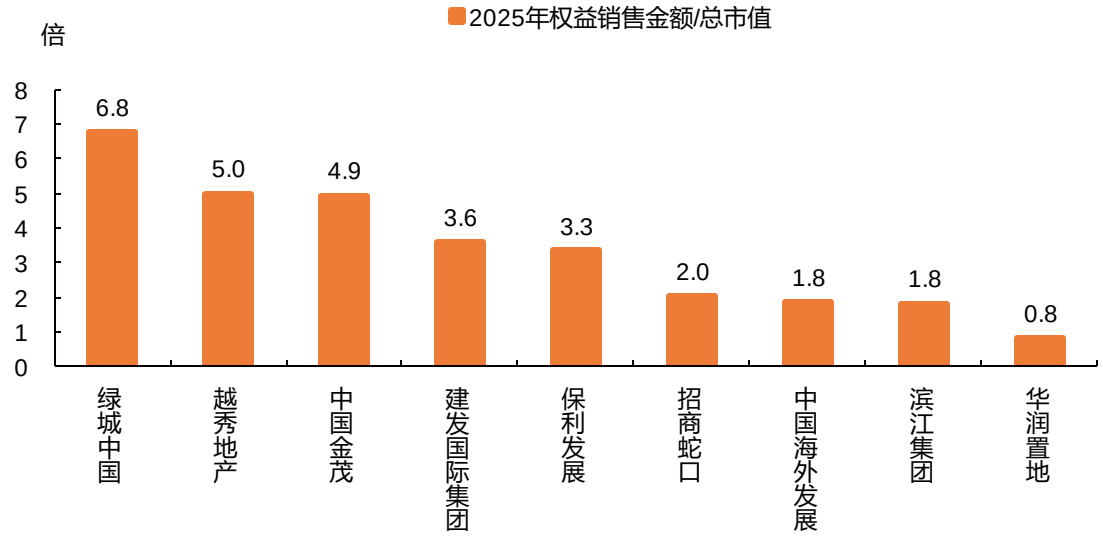
个股PB仍处于较低水平，向上修复仍有空间

- 从个股估值来看，尽管短期板块有所反弹，但截至2026/6/22，主流地产股PB基本仍小于1倍，部分甚至仍在0.5倍PB以下，同时按2025年权益销售金额/总市值计算，销售体量覆盖市值倍数大多1倍以上，多数房企超过2倍甚至个别房企达到4倍以上，主要房企估值仍处较低水平、仍具向上提升空间。

主流房企PB基本小于1倍



主流房企权益销售市值比大多1倍以上



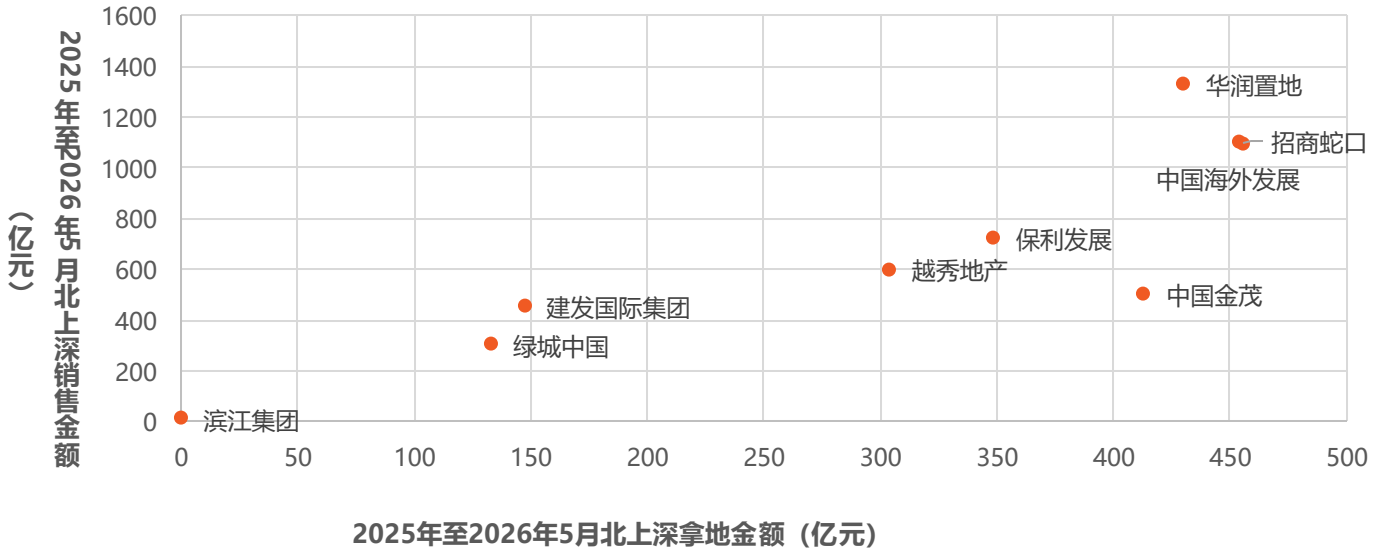
资料来源：Wind，克而瑞，平安证券研究所 注：主流房企选取标准为2025年克而瑞销售排行榜单前10企业、剔除大幅亏损万科

仅供内部参考，请勿外传！

投资建议

- 2026年上半年部分核心城市楼市已呈现企稳迹象，展望2026年下半年，我们认为随着各积极因素持续发酵，楼市或有望由量变引发质变，部分供需结构较优的核心城市或有望迎来底部确立。随着市场对楼市拐点确立逐步形成共识，板块有望迎来一波预期修复的贝塔行情，看好中期维度地产板块表现，维持行业“强于大市”评级，建议关注三条主线：1）历史包袱较轻、库存结构优化、拿地及产品力强、核心一二线货值占比高的房企有望率先受益核心城市回暖及“好房子”建设，如华润置地、建发国际集团、滨江集团、中国海外发展、绿城中国、招商蛇口、保利发展、越秀地产等；2）受益中国香港楼市止跌回稳的港资地产如新鸿基地产、恒基地产、信和置业等，同时关注商业运营商恒隆地产、太古地产及经纪商美联集团；3）净现金流及分红稳定的企业华润万象生活、保利物业、招商积余、中海物业、绿城服务等。同时持续关注经纪（贝壳）、代建（绿城管理控股）、商业（新城控股）等细分领域优质企业。

主流房企北上深销售及拿地情况



资料来源：中指数据库，平安证券研究所 注：主流房企选取标准为2025年克而瑞销售排行榜单前10企业、剔除大幅亏损万科

仅供内部参考，请勿外传！

重点覆盖标的及估值

股票名称	股票代码	股票价格（元）	EPS（元）				P/E				评级
		2026-6-22	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	
保利发展	600048.SH	5.00	0.09	0.16	0.21	0.27	55.6	31.3	23.8	18.5	推荐
招商蛇口	001979.SZ	7.25	0.11	0.22	0.30	0.42	65.9	33.0	24.2	17.3	推荐
滨江集团	002244.SZ	8.41	0.68	0.72	0.77	0.82	12.4	11.7	10.9	10.3	推荐
新城控股	601155.SH	10.97	0.30	0.38	0.46	0.54	36.6	28.9	23.8	20.3	推荐
天健集团	000090.SZ	3.33	0.12	0.12	0.14	0.17	27.8	27.8	23.8	19.6	推荐
华润置地	1109.HK	27.11	3.56	3.89	4.17	4.63	7.6	7.0	6.5	5.9	推荐
中国海外发展	0688.HK	11.42	1.16	1.17	1.12	1.12	9.8	9.8	10.2	10.2	推荐
建发国际集团	1908.HK	11.27	1.63	1.66	1.69	1.71	6.9	6.8	6.7	6.6	推荐
绿城中国	3900.HK	6.06	0.03	0.14	0.37	0.63	202.0	43.3	16.4	9.6	推荐
越秀地产	0123.HK	3.23	0.01	0.01	0.08	0.16	322.6	322.6	40.3	20.2	推荐
华润万象生活	1209.HK	33.46	1.74	1.94	2.14	2.36	19.2	17.2	15.6	14.2	推荐
保利物业	6049.HK	23.67	2.80	3.00	3.15	3.33	8.5	7.9	7.5	7.1	推荐
中海物业	2669.HK	2.99	0.42	0.43	0.47	0.52	7.1	7.0	6.4	5.8	推荐
招商积余	001914.SZ	8.81	0.62	0.93	1.00	1.09	14.2	9.5	8.8	8.1	推荐
星盛商业	6668.HK	1.06	0.14	0.16	0.16	0.16	7.6	6.6	6.6	6.6	推荐
绿城管理控股	9979.HK	1.56	0.21	0.23	0.25	0.27	7.4	6.8	6.2	5.8	推荐
贝壳-W	2423.HK	33.67	0.86	1.54	1.89	2.61	39.1	21.9	17.8	12.9	推荐
新鸿基地产	0016.HK	113.60	6.65	7.50	7.93	8.79	17.1	15.1	14.3	12.9	推荐
信和置业	0083.HK	10.61	0.42	0.44	0.49	0.55	25.3	24.1	21.7	19.3	推荐

资料来源：Wind，平安证券研究所 注：新鸿基地产、信和置业币种为港元，其余为人民币

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示

- 楼市成交持续偏弱风险：若未来经济及收入恢复低于预期，或带来销售持续低于预期风险；
- 个别房企流动性问题发酵、连锁反应超出预期风险：当前房企资金环境仍较紧张，若政策发力效果不及预期、资金压力较高企业仍存债务违约展期风险；
- 政策改善及落地执行不及预期风险：当前购房影响因素由交付担忧转为房价及收入预期转弱，后续若政策改善、落地执行力度不及预期，可能难以对需求形势进行根本扭转。

仅供内部参考，请勿外传！

股票投资评级：

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数20%以上）

推　　荐（预计6个月内，股价表现强于沪深300指数10%至20%之间）

中　　性（预计6个月内，股价表现相对沪深300指数在±10%之间）

回　　避（预计6个月内，股价表现弱于沪深300指数10%以上）

行业投资评级：

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于沪深300指数5%以上）

中　　性（预计6个月内，行业指数表现相对沪深300指数在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于沪深300指数5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资质。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2026版权所有。保留一切权利。