下载日志已记录，仅供内部参考

地产修复到哪一步了？

华宝中证 800 地产 ETF（159707）投资价值分析（二）

证券研究报告

2026 年 10 月 07 日

分析师

曹柳龙 S0800525010001

caoliulong@research.xbmail.com.cn

联系人

缪一宁

miaoyining@research.xbmail.com.cn

- **核心结论**

1、外部环境改善，国内“扩内需”政策正在发力

当外部环境恶化时，国内需要要素价格低位“保出口”。今年 5 月社零和社融数据同比低位（内部压力增加），5 月特朗普访华中美确立“建设性战略稳定关系”（外部环境改善），“扩内需”窗口打开。近期以地产政策为代表的“扩内需”政策有所加码，并带动地产股修复。当前内需仍然存在压力，而随着中美元首达成八点成果共识，外部环境进一步改善，后续仍有增量政策空间，地产股也有望进一步修复。

2、地产进入存量时代，政策或将加速楼市供需结构改善

2026 年前 8 个月二手房成交面积超过新房，标志着房地产市场进入存量时代。地产存量时代，修复的目标不是重回高速扩张期，而是稳定资产价格，修复地产企业和居民的资产负债表。近期地产政策从供需两端发力——①现房销售制度有力调控供给；②房贷贴息、期限延长等多项政策托底需求。今年 8 月商品房待售面积同比转负，政策在供需两端发力，或将加速楼市供需结构改善，加速新房价格企稳，并间接支撑二手房价格，从而修复地产企业和居民的资产负债表。

3、若地产企业资产负债表得到修复，地产指数或存在 2 倍左右的上涨空间

当前许多地产股仍处于破净状态，我们认为主要原因在于地产企业和居民资产负债表尚未完成修复。修复资产负债表的路径主要有 2 个：①依靠政府财政扩张置换不良资产，快速修复资产负债表；②通过实体主动收缩负债和资产价格回升过程，修复资产负债表。如果房价企稳回升，地产企业资产负债表将得到修复，估值也有望摆脱破净状态，地产股的高资产负债率和低 PB 带来股价较大弹性，以中证 800 地产指数（简称 800 地产）为例，如果房价上涨 10%，PB(LF)以破净修复为目标，对应股价当前仍有约 2 倍的修复空间。



4、华宝中证 800 地产 ETF（159707）介绍及表现跟踪

今年 7 月地产反弹以来，800 地产相比全指地产有更大的弹性，而华宝中证 800 地产 ETF（159707）是在追踪中证 800 地产指数的 ETF/LOF 中，当前基金规模最大、近 1 年日均成交额最大的一支。华宝中证 800 地产 ETF 自上市以来跟踪效果良好。2021 年 11 月 12 日至 2026 年 9 月 30 日，基金复权单位净值下跌 46.01%，低于同期跟踪指数下跌幅度 51.52%，其中 2026 年 7 月 1 日至 9 月 30 日，基金复权单位净值上涨 27.87%，高于同期跟踪指数上涨幅度 27.74%。上市以来区间年化跟踪误差为 1.11%，日均跟踪误差为 0.22%，最近 1 年跟踪误差更小，年化跟踪误差为 0.54%，日均跟踪误差为 0.20%。

风险提示： 数据统计方法差异，盈利环境超预期变化，经济下行压力超预期等。

本报告不涉及证券投资基金评价业务，仅对基金产品等相关内容进行客观分析。

下载日志已记录，仅供内部参考

索引

内容目录

一、 外部环境改善，国内“扩内需”政策正在发力 3
二、 地产进入存量时代，政策或将加速楼市供需结构改善 3
三、 若地产企业资产负债表得到修复，地产指数或存在 2 倍左右的上涨空间 4
四、 华宝中证 800 地产 ETF（159707）介绍及表现跟踪 6
五、 风险提示 9

图表目录

图 1：当前国内社零和社融处于低位 3
图 2：2021 年后新房销售和房地产投资持续调整 4
图 3：二手房交易占比超 50%标志地产进入存量时代 4
图 4：2022 年后房地产行业总资产周转率&净资产周转率趋势下行 4
图 5：今年 8 月商品房待售面积同比转负，有助于支撑房价 4
图 6：资产负债表修复的两条路径：中国模式和日本模式 5
图 7：地产指数资产负债率普遍较高，其中 800 地产约为 87% 6
图 8：地产指数 PB(LF)普遍低于 1.0，其中 800 地产约为 0.6 倍 6
图 9：地产股的杠杆逻辑:房价上涨→净资产放大→估值修复 6
图 10：今年 7 月地产反弹以来，800 地产相比全指地产有更大的弹性 8
图 11：地产 ETF 华宝规模在追踪同指数的 ETF/LOF 中排首位 8
图 12：地产 ETF 华宝日均成交额在追踪同指数的 ETF/LOF 中排首位 8
图 13：华宝中证 800 地产 ETF 对指数的跟踪效果良好 9

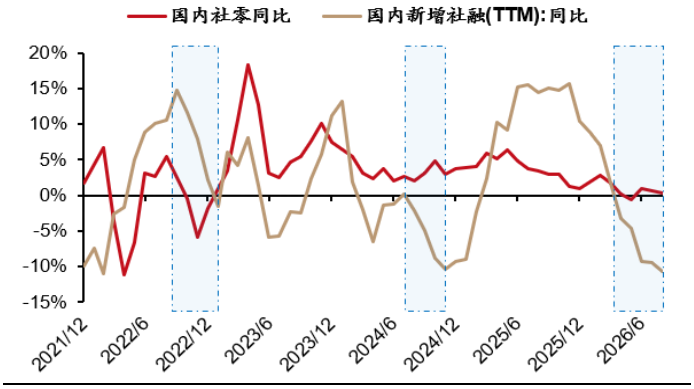
表 1：近期以地产政策为代表的“扩内需”政策有所加码 3
表 2：华宝中证 800 地产 ETF 基本资料 7
表 3：中证 800 地产指数基本资料 7

下载日志已记录，仅供内部参考

一、外部环境改善，国内“扩内需”政策正在发力

当外部环境恶化时，国内需要要素价格低位“保出口”，而如果内部压力加大、外部环境改善，国内政策有望转向“扩内需”。我们在 7.6《消费底，价值牛》中指出，今年 5 月社零和社融数据同比低位（内部压力增加），5 月特朗普访华中美确立“建设性战略稳定关系”（外部环境改善），“扩内需”窗口打开。近期以地产政策为代表的“扩内需”政策有所加码，并带动地产股修复。当前内需仍然存在压力，而随着中美元首达成八点成果共识，外部环境进一步改善，后续仍有增量政策空间，地产股也有望进一步修复。

图 1：当前国内社零和社融处于低位



资料来源：Wind，西部证券研发中心

表 1：近期以地产政策为代表的“扩内需”政策有所加码

日期	发布主体	文件/事件名称	主要内容
2026/9/29	财政部、中国人民银行、国家金融监督管理总局	《关于实施居民购房贷款贴息政策的通知》	在全国范围内实施居民购房贷款贴息政策，满足条件的可手受中央财政年化1个百分点、期限不超过5年的贴息支持。
2026/9/28	国务院	国务院常务会议	推出一批务实管用的增量政策，优化财政支出安排，研究出台稳定房地产市场、促进就业增收等政策措施。
2026/9/18	住建部	“开局起步‘十五五’系列主题新闻发布会	明确下一步全力推动项目公司制、主办银行制和现房销售制落地；完善保障和市场两个体系。
2026/8/28	住房城乡建设部、自然资源部、金融监管总局	《关于完善商品住房销售制度的通知》	商品房预售单体建筑应完成主体结构封顶；推进商品住房现房销售。推行“交房即交证”。
2026/8/28	中国人民银行、国家金融监督管理总局	《关于改革完善房地产信贷管理 推动加快构建房地产发展新模式的意见》	房地产开发贷款实行主办银行制，单个房地产项目对应一家银行作为主办银行，封项目资金进行封闭管理。个人住房贷款期限上限改为40年。
2026/8/28	国家金融监督管理总局会同相关部门	《商品住房开发贷款、个人住房贷款等管理办法》	坚持以项目为中心、主办银行制、资金封闭管理，指导银行业金融机构按市场化、法治化原则做好房地产金融服务。
2026/8/28	中国证监会	《关于资本市场支持构建房地产发展新模式的意见》	支持上市房地产开发企业再融资、并购重组、发行公司债券和资产支持证券；推动不动产投资信托基金高质量发展；推进不动产私募投资基金试点工作。
2026/7/30	中共中央政治局	中央政治局会议	切实筑牢安全屏障。稳定房地产市场。
2026/7/13	国务院	《扩大消费“十五五”规划》（国务院批复同意）	住房消费首次被纳入“大宗耐用商品消费”体系；“实施房屋品质提升工程、建设安全舒适绿色智慧的‘好房子’”。

资料来源：中国政府网，财政部，国新办，中国人民银行，证监会，金管局，新华财经，西部证券研发中心

二、地产进入存量时代，政策或将加速楼市供需结构改善

9 月 18 日住建部定调房地产市场进入存量时代。1998 到 2020 年的二十多年是高速扩张期，地产形成了高杠杆高周转的商业模式。2020 年 8 月《地产融资“三道红线”》提前主动戳破地产泡沫，房地产行业进入出清期，新房销售和地产投资持续调整。2026 年前 8 个月二手房成交面积超过新房，标志着房地产市场供求关系发生深刻变化，房地产市场进入存量时代。

地产存量时代，修复的目标不是重回高速扩张期，而是稳定资产价格，修复地产企业和居民的资产负债表。近期地产政策从供需两端发力——

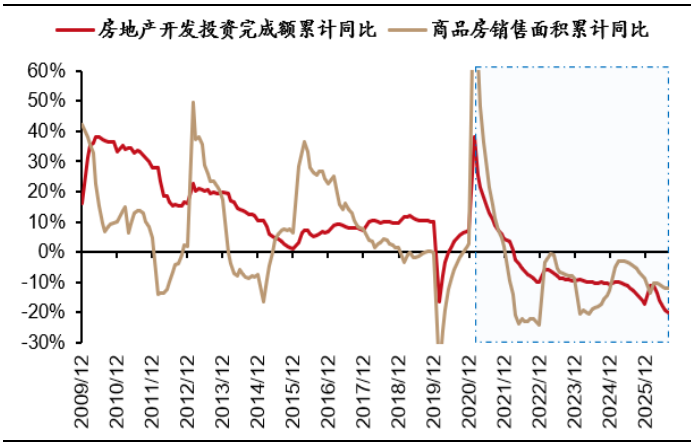
（1）现房销售制度有力调控供给：现房销售制要求新项目现房销售或单体主体封顶后预售，延后新房供给释放节奏；同时避免地产行业回到高杠杆高周转时代，也会中长期减少新房供给。

（2）房贷贴息、期限延长等多项政策托底需求：中央财政为居民贷款提供贴息，叠加此前居民贷款的时间上限从 30 年拉长到 40 年，以及地方贴息、解限购等政策，刺激购房需求。

WESTERN SECURITIES 西部证券

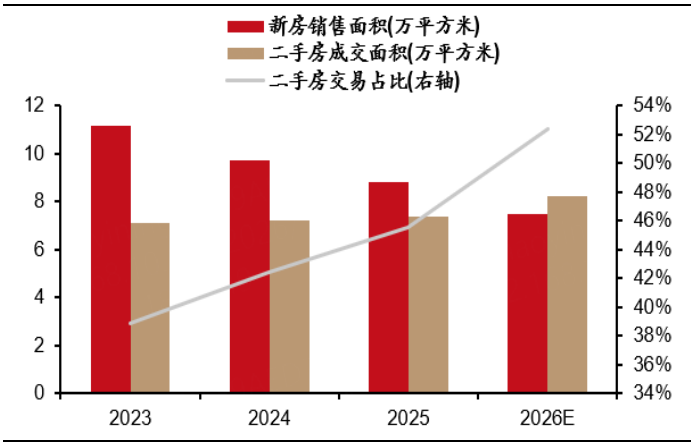
下载日志已记录，仅供内部参考

图 2：2021 年后新房销售和房地产投资持续调整



资料来源：Wind，西部证券研发中心

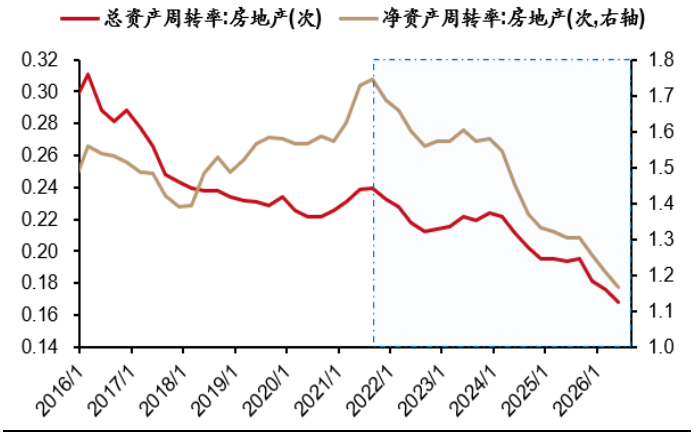
图 3：二手房交易占比超 50%标志地产进入存量时代



资料来源：Wind，CEIC，西部证券研发中心 注：数据截至 26 年 8 月

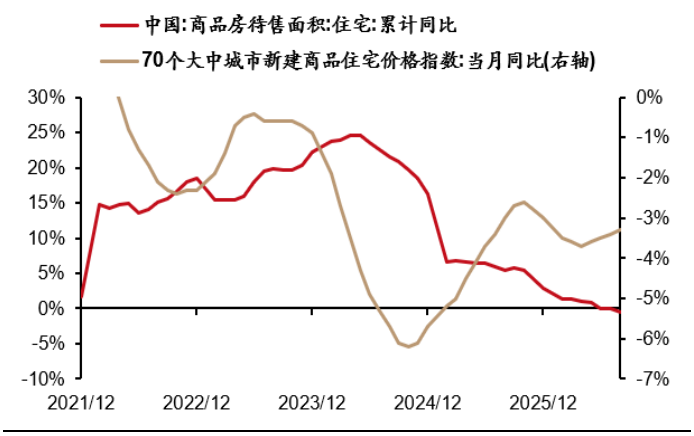
今年 8 月商品房待售面积同比转负，政策在供需两端发力，或将加速楼市供需结构改善，加速新房价格企稳，并间接支撑二手房价格，从而修复地产企业和居民的资产负债表。

图 4：2022 年后房地产行业总资产周转率&净资产周转率趋势下行



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 5：今年 8 月商品房待售面积同比转负，有助于支撑房价



资料来源：Wind，西部证券研发中心

三、若地产企业资产负债表得到修复，地产指数或存在2倍左右的上涨空间

当前许多地产股仍处于破净状态，我们认为主要原因在于地产企业和居民资产负债表尚未完成修复。我们在今年 5.18《看向新高：走向“全面牛”》中指出，修复资产负债表的路径主要有 2 个：依靠政府财政扩张置换不良资产，快速修复资产负债表，以及通过实体主动收缩负债和资产价格回升过程，修复资产负债表。

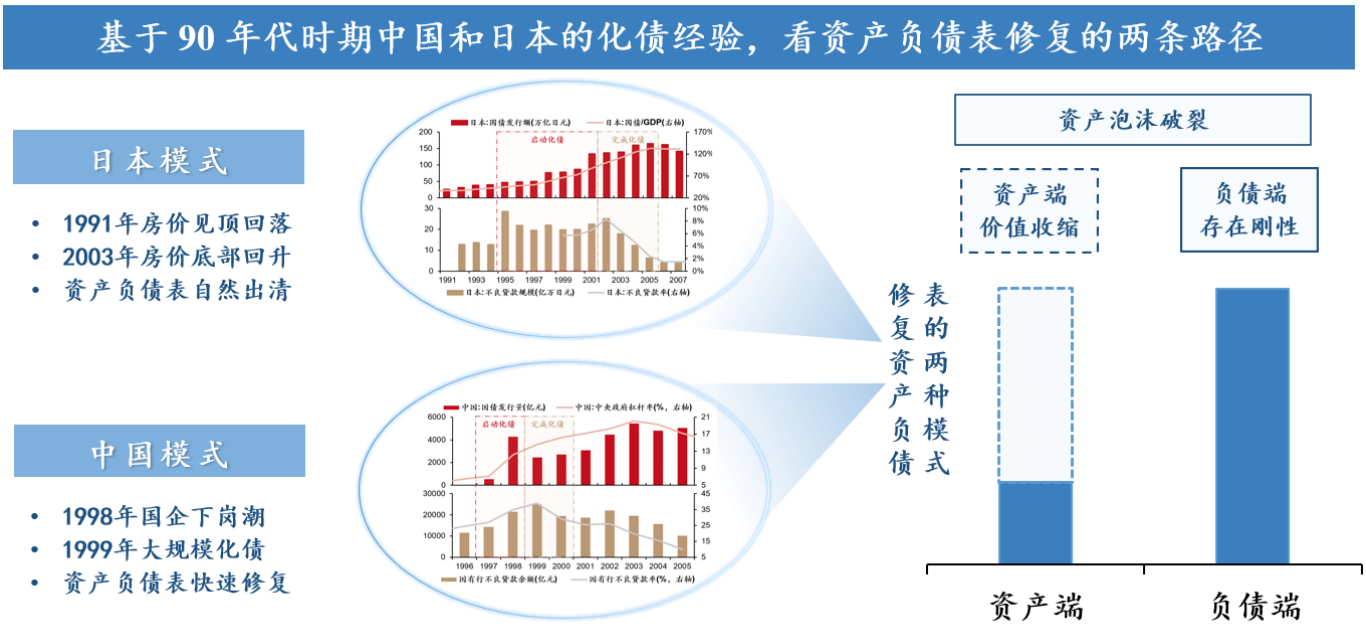
（1）如果美国发生流动性冲击，倒逼美联储转向宽松，外部环境改善，国内系列财政政

下载日志已记录，仅供内部参考

策有望落地，快速修复资产负债表；

（2）如果现房销售制等政策能带来房价见底回升，并改善社会对资产价格的预期，也能修复资产负债表。

图 6：资产负债表修复的两条路径：中国模式和日本模式



资料来源：Wind，日本金融厅，《金融研究》，中国经济网，中新网，中国统计年鉴，西部证券研发中心

如果房价企稳回升，地产企业资产负债表将得到修复，估值也有望摆脱破净状态，地产股的高资产负债率和低 PB 带来股价较大弹性，以中证 800 地产指数（简称 800 地产）为例，当前仍有约 2 倍的修复空间——

（1）800 地产指数资产负债率为 87%，即 13 份的净资产撬动了 100 份的总资产，如果房价上涨 10%，粗略估计总资产也提升 10%变为 110 份，扣除 87 份的负债，净资产提升至 23 份，相对原来的 13 份提升了 77%；

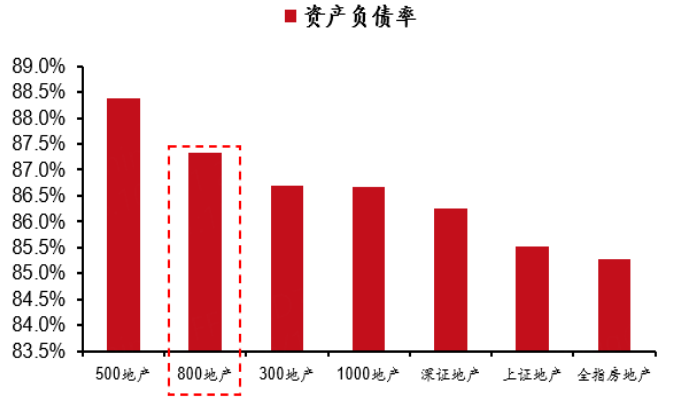
（2）800 地产指数当前 PB(LF)为 0.6 倍，如果以破净修复为目标，修复到 1.0 倍，提升 67%；

（3）如果净资产提升 77%，PB(LF)提升 67%，那么股价上涨到(1+77%)×(1+67%)-1≈196%，即约 800 地产指数或存在 2 倍左右的上涨空间，部分个股上涨空间可能更大。

（仅根据资产负债表修复和估值破净修复进行理论空间推演，不代表实际股价表现，房价涨幅等价于总资产涨幅为简化估计，投资需谨慎）

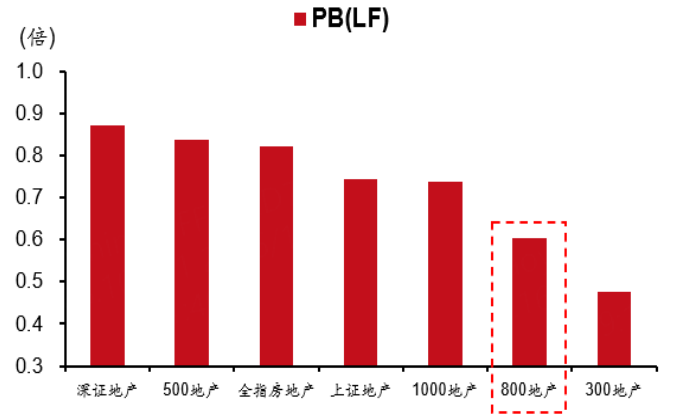
下载日志已记录，仅供内部参考

图 7：地产指数资产负债率普遍较高，其中 800 地产约为 87%



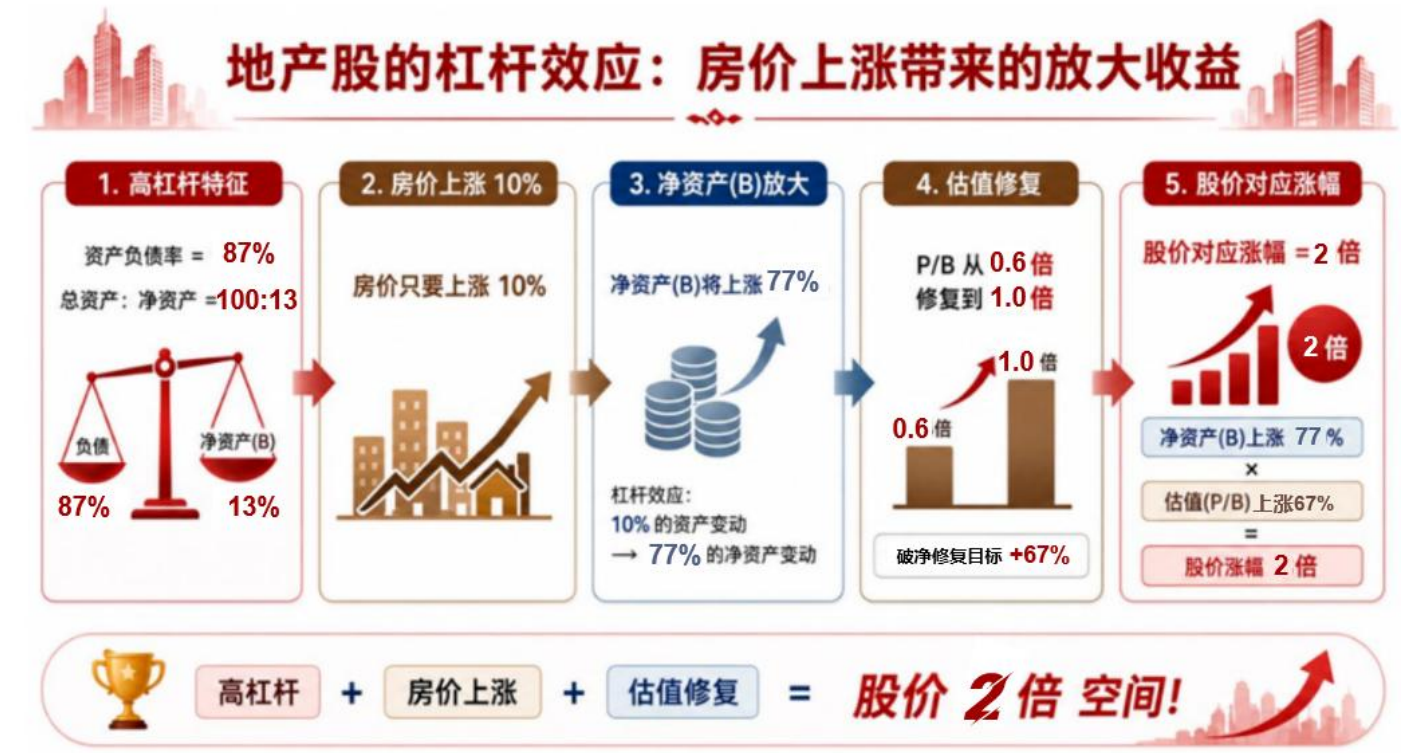
资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：整体法计算，数据截至 26Q2

图 8：地产指数 PB(LF)普遍低于 1.0，其中 800 地产约为 0.6 倍



资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：整体法计算，数据截至 2026 年 9 月 30 日

图 9：地产股的杠杆逻辑:房价上涨➞净资产放大➞估值修复



资料来源：Wind，西部证券研发中心绘制 注：仅根据资产负债表修复和估值破净修复进行理论空间推演，不代表实际股价表现，房价涨幅等价于总资产涨幅为简化估计，投资需谨慎

四、华宝中证800地产ETF（159707）介绍及表现跟踪

我们在今年 5.1《如何把握“楼市拐点”？》介绍了华宝中证 800 地产 ETF（场内简称：地产 ETF 华宝，代码：159707）。该指数于 2021 年 9 月 22 日起开始发售，同年 11 月 12 日起正式上市交易。华宝中证 800 地产 ETF 属于被动指数型基金，投资目标是紧密跟踪

下载日志已记录，仅供内部参考

标的指数（中证 800 地产指数），追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化。

表 2：华宝中证 800 地产 ETF 基本资料

基金简称	华宝中证800地产ETF	基金代码	159707
现任基金经理	蒋俊阳	基金管理人	华宝基金管理有限公司
标的指数	中证800地产指数	标的指数代码	399965.SZ
投资一级分类	股票型基金	投资二级分类	被动指数型基金
投资目标	紧密跟踪标的指数，追求跟踪偏离度和跟踪误差的最小化		
费率结构	管理费率	0.50%	
	托管费率	0.10%	
	认购费率(前端)	条件	费率
		金额<50万	0.80%
		50万<=金额<100万	0.50%
		金额>=100万	1000元/笔

资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：数据采集时间 2026 年 10 月 7 日

被跟踪指数中证 800 地产指数（399965.SZ）简称 800 地产，由中证指数有限公司于 2012 年 12 月 31 日发布，指数基日为 2004 年 12 月 31 日，基点为 1000 点，成分股为中证 800 指数中中证一级行业分类为房地产的标的，通过调整市值加权得到。

表 3：中证 800 地产指数基本资料

指数名称	中证800地产指数	英文名称	CSI 800 Real Estate Index
指数代码	399965.SZ	指数类型	股票指数
基日	2004/12/31	基点	1000
发布日期	2012/12/31	发布机构	中证指数有限公司
加权方式	调整市值加权	成分数量	9
收益处理方式	价格指数	样本调整频率	一年两次
相关指数		800地产全收益	

资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：数据采集时间 2026 年 10 月 7 日

今年 7 月地产反弹以来，800 地产相比全指地产有更大的弹性。我们认为这来源于 800 地产指数相对更高的资产负债率（资产修复弹性）和相对更低的 PB（估值修复弹性）。

下载日志已记录，仅供内部参考

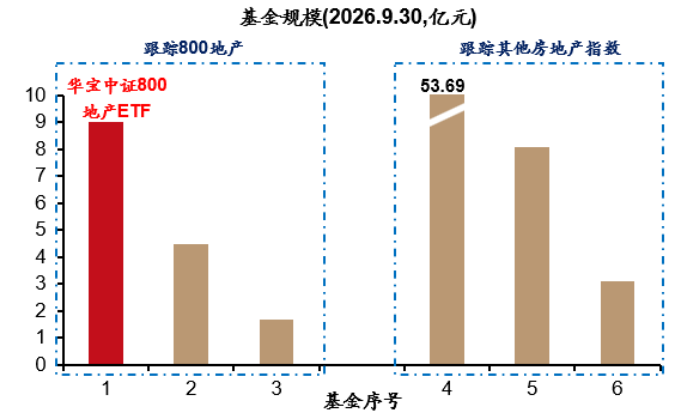
图 10：今年 7 月地产反弹以来，800 地产相比全指地产有更大的弹性



资料来源：Wind，西部证券研发中心

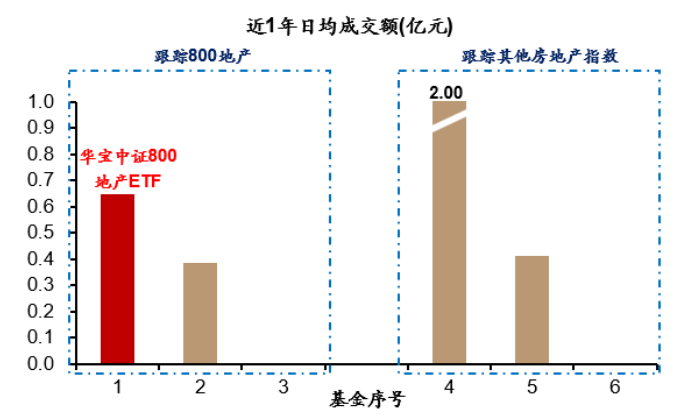
在追踪中证 800 地产指数的 ETF/LOF 中，华宝中证 800 地产 ETF 是当前基金规模最大、近 1 年日均成交额最大的一支。在追踪各类地产指数的 ETF/LOF 中，华宝中证 800 地产 ETF 当前基金规模排名第 2，近 1 年的日均成交额排名第 2，也属于规模较大、流动性较好的标的。

图 11：地产 ETF 华宝规模在追踪同指数的 ETF/LOF 中排首位



资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：基金序号仅为区分作用，不代表排名，数据截至 2026 年 9 月 30 日

图 12：地产 ETF 华宝日均成交额在追踪同指数的 ETF/LOF 中排首位

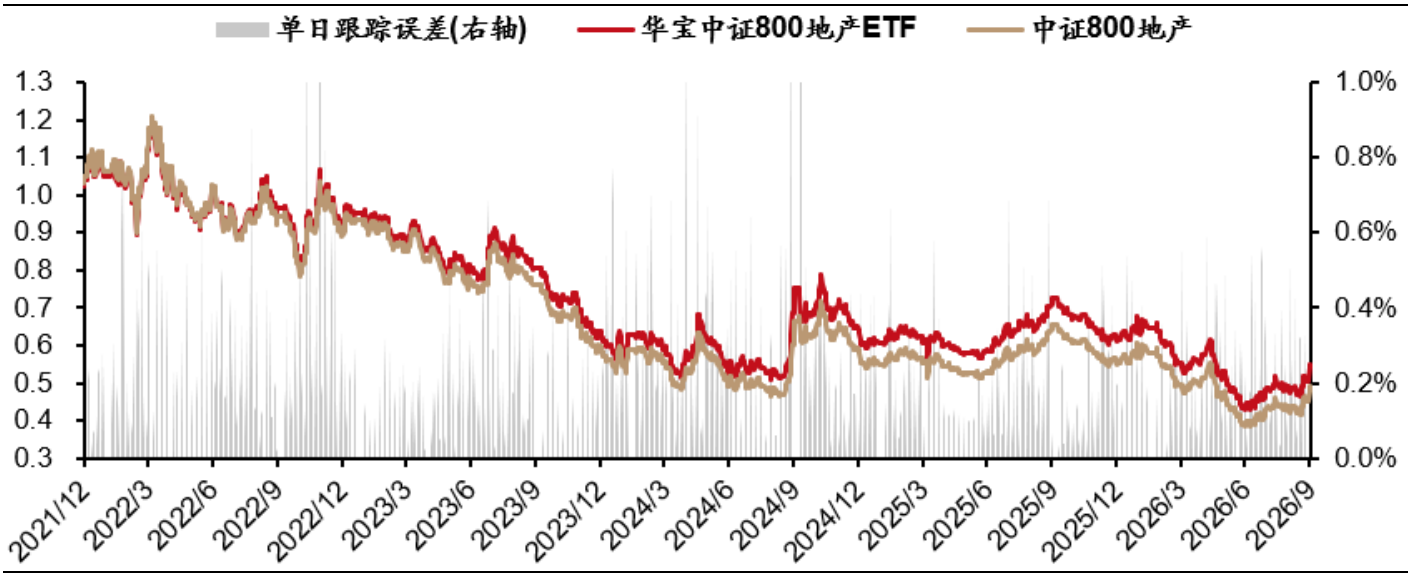


资料来源：Wind，西部证券研发中心 注：基金序号仅为区分作用，不代表排名，数据截至 2026 年 9 月 30 日

华宝中证 800 地产 ETF 自上市以来跟踪效果良好。2021 年 11 月 12 日至 2026 年 9 月 30 日，基金复权单位净值下跌 46.01%，低于同期跟踪指数下跌幅度 51.52%，其中 2026 年 7 月 1 日至 9 月 30 日，基金复权单位净值上涨 27.87%，高于同期跟踪指数上涨幅度 27.74%。上市以来区间年化跟踪误差为 1.11%，日均跟踪误差为 0.22%，最近 1 年跟踪误差更小，年化跟踪误差为 0.54%，日均跟踪误差为 0.20%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：华宝中证 800 地产 ETF 对指数的跟踪效果良好



资料来源：Wind，西部证券研发中心

五、风险提示

数据统计方法差异。本报告中涉及指数成分股财务统计采用中位数法，估值采用整体法，不保证其他统计方法的结论一致性。

盈利环境超预期变化，经济下行压力超预期，可能导致地产股表现低于预期。美联储货币政策转向时点及力度不及预期风险，国内宏观政策落地效果及经济基本面修复节奏不及预期风险，海外流动性紧缩导致全球权益资产波动加剧风险等。

本报告不涉及证券投资基金评价业务，仅对基金产品等相关内容进行客观分析。也不构成对特定基金公司、基金经理、基金产品、指数成分股的推荐建议。

下载日志已记录，仅供内部参考

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配：	行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配：	行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配：	行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持：	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性：	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出：	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。

分析师声明

本人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。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

联系地址

联系地址： 上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层
北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话： 021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。