

稳中求进，分化加剧

——2023年房地产行业展望

行业评级：看好
2022年12月2日

分析师 杨凡
邮箱 yangfan02@stock.com.cn
电话 13916395118
证书编号 S1230521120001

1、需求修复展望：预计2023年销售保持分化态势，全年销售面积中性假设下同比+3%，销售均价同比+1%，销售金额同比+4%

➢ **2023年我们预计需求侧政策保持宽松，核心一二线城市有望率先回暖**：2022年1-10月销售面积同比大幅下降，一线城市价格指数韧性最强，一二线城市与三四线城市销售分化明显。展望2023年我们认为各地需求端放松政策保持宽松，与此同时“保交楼”相关政策会作为重点稳步推进。伴随地产企业负反馈影响的终结，我们认为2023年购房信心将逐渐恢复。

2、土拍修复展望：2022年土拍成交面积和价款大幅下滑，低基数效应下我们预计2023年全年土地成交价款同比+3.9%

➢ **土地成交预计保持分化，销售是影响土拍回暖的重要因素**：我们认为2023Q1房企债务到期量较高，房企融资端回暖后短期重心仍然会聚焦于偿还债务上。此外我们预期2023年需求弱修复，在此情形下房企有足够资金并且恢复拿地大概率会出现在2023Q2之后。考虑到2022年土地市场成交面积和成交金额大幅下滑，2023年受低基数影响，我们认为土地购置面积增速在2023年可能会企稳，H1增速在0%左右，H2缓慢增长。

3、开发投资完成额预测：土地购置费增速继续下探、施工面积受到新开工拖累保持下降，中性假设下我们预计房地产开发投资完成额全年同比-6.1%

➢ **需求修复带动新开工修复，产能受限导致新开工修复有限**：房企在手土储决定房企的新开工能力。基于以上土地市场的判断，我们认为2023年房企新开工面积会受到拿地量较少的影 响而减少，大部分房企会继续去库存。此外，在行业需求修复较弱的情形下，房企新开工意愿和强度受限。因此，我们认为2023年新开工面积增速仍有下探空间。中性假设下我们预计2023年新开工面积9.3亿平，同比-15%。

➢ **以往周期竣工面积与资金到位存在“剪刀差”，本轮周期资金到位后将优先“保交付”**：以往周期来看，房企融资渠道通畅后，通常用于补充土储而不是加紧竣工。我们认为经历2022年7月停工事件后，各地会将保交楼作为首要任务推进。2022年底房企融资政策三支箭先后发出，2023年我们判断房企资金面持续改善的情况下，房企会优先偿债、其次顺应政策保交楼、最后才会补充土储拿地，因此我们判断2023年竣工面积增速由负转正，而且受低基数影响，有望呈现两位数增长。

➢ **新开工面积下滑+竣工增速提升，拉低施工面积增速**：新开工面积增速下滑而竣工面积增长会使得存量施工面积增速出现下滑，我们认为2023年施工面积保持小幅回落趋势，全年同比增速-3.6%。

➢ **房地产投资增速降幅收窄**：根据房地产投资主要构成和占比，以及我们对分项增速的预测，中性假设下我们预计房地产开发投资完成额全年同比-6.1%，降幅较2022收窄。

4、投资建议：

➢ **政策利好受益分化，未来竞争格局优化**：我们认为政策利好仍有选择性，房企受益程度依然会分化。进入修复阶段，我们认为房企的修复弹性各不相同，以拿地新增货值市占率和现阶段销售市占率差值来看，优质央国企和部分民企的市占率弹性空间较大。因此，**开发板块：坚守两条投资主线，优选高信用龙头和确定性强的区域小而美**。2023年行业进入修复期，公司K型分化更加显著，主要利好两类公司：1) 综合能力最优的龙头公司：A股 - 保利发展、招商蛇口、万科A和金地集团；H股 - 中国海外发展、华润置地、绿城中国。2) 优质区域具备率先修复的预期：A股 - 滨江集团、华发股份、天健集团、建发股份；H股 - 越秀地产。

➢ **2023年房地产基本面企稳，重视存量房地产市场龙头标的爆发机会**：二手房行业龙头—贝壳。

➢ **地产企稳，物业公司有望走出独立行情**：1) 短期地产基本面企稳，民企违约风险解除，带来民企物业估值修复，重点推荐：碧桂园服务、旭辉永升服务；2) 以稳健为主，分享公司稳定收入和利润增速，获得EPS增长收益：中海物业、保利物业、万物云。

5、风险提示：行业风险仍未完全出清，重视行业风险持续跟踪，包括1) 全国新增疫情病例变化，各地疫情管控有无实质改变；2) 房地产开发到位资金中国内贷款同比增速是否有好转；3) 11月和银行签订战略合作协议的房企后续是否在融资上有实质进展。

目录

CONTENTS

- 01 土地市场展望
- 02 新开工面积预测
- 03 销售面积和金额预测
- 04 竣工面积预测
- 05 开发投资完成额预测
- 06 房地产行业年度策略

01

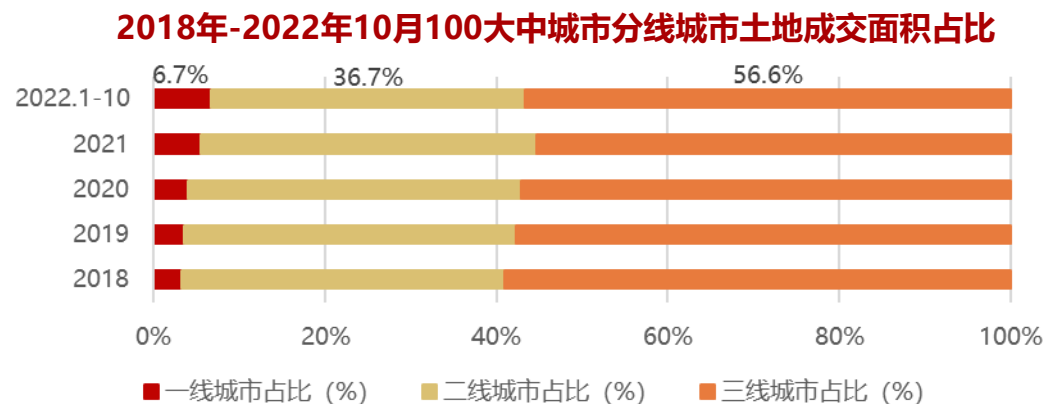
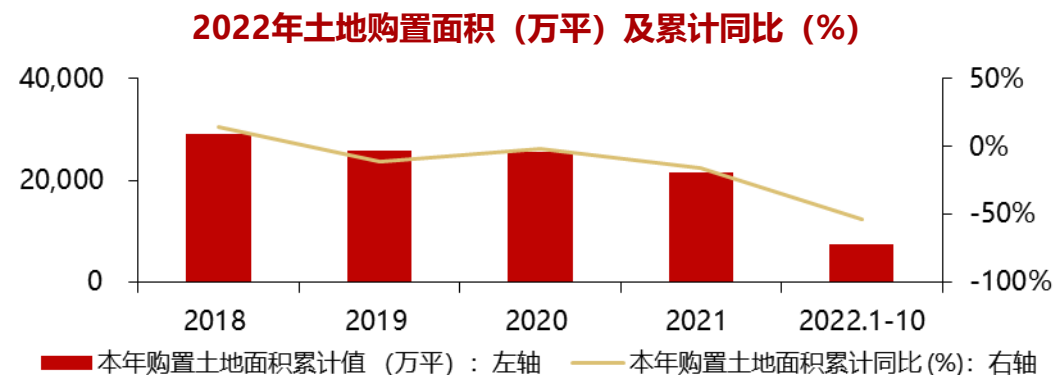
土地市场展望

1.1 2022年土地成交情况分析

2022年1-10月土地成交面积大比例下降，土地溢价率维持低位，房企拿地意愿较弱

- **土地成交**：2022年1-10月房地产开发企业土地购置面积7432万平，较2021年同期-53.0%；2022年1-10月累计土地成交价款6061亿元，同比-46.9%；平均土地溢价率为3.51%，同比-6.67%。
- **成交分化**：2022年1-10月，一线城市土地成交面积占比增加至6.7%，房企拿地范围向核心一二线城市聚焦。

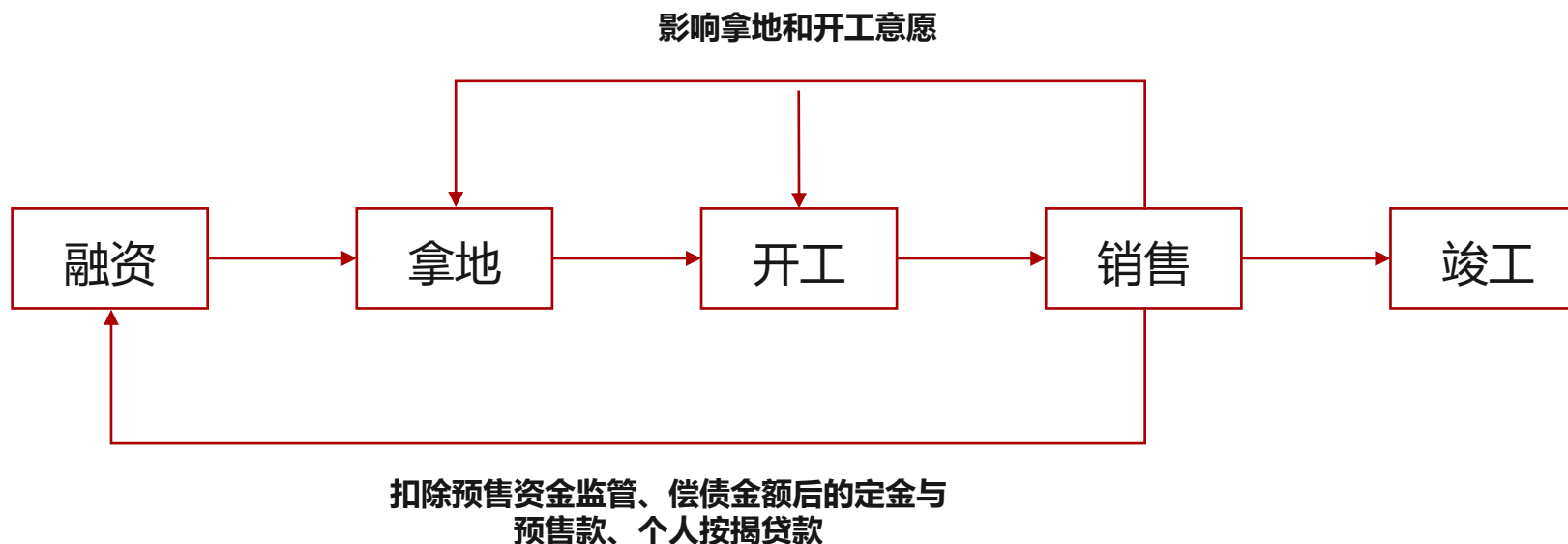
年份	土地成交面积 (万平)	土地成交面积 累计同比 (%)	土地成交价款 (万元)	土地成交价款累 计同比 (%)	土地溢价率 (%)
2018	29,142	14.2%	16,102	18.0%	12.51%
2019	25,822	-11.4%	14,709	-8.7%	12.31%
2020	25,536	-1.1%	17,269	17.4%	13.64%
2021	21,590	-15.5%	17,756	2.8%	10.18%
2022.1-10	7,432	-53.0%	6,061	-46.9%	3.51%



1.2 影响房企拿地意愿因素分析

土地市场的修复取决于销售的修复情况

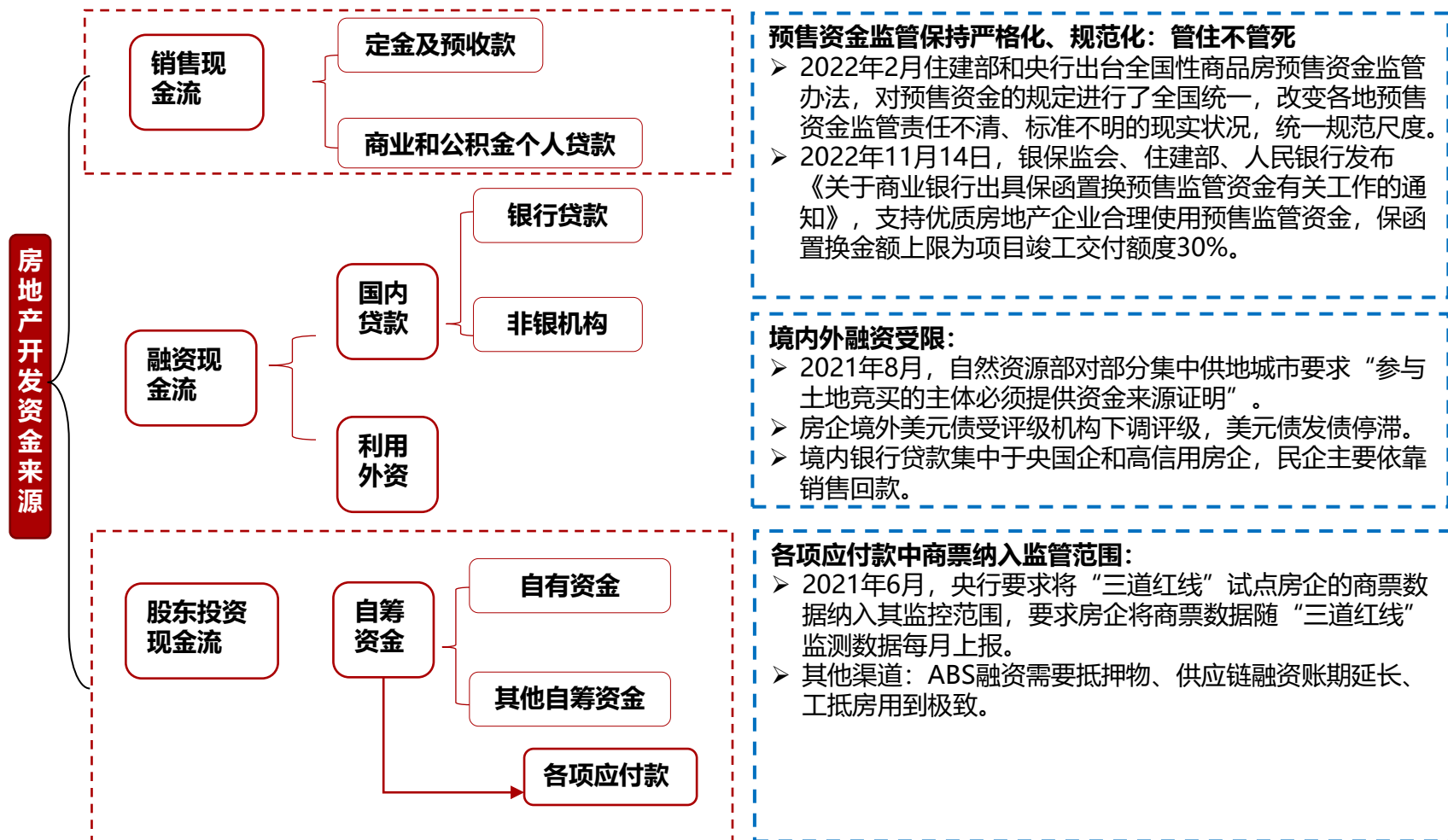
- 我们认为，房企拿地意愿主要受3方面影响：1) 对地块所在位置未来房价涨幅的预期，以及地块未来可能带来的净利润预期；2) 房企融资渠道的通畅与否以及融资成本的高低；3) 地块竞争激烈程度以及溢价水平，对应的拿地成本是否能够使得地块保持盈利。
- 房地产项目开发的标准周期为：融资→拿地→开工→销售→竣工。销售虽然作为中后端环节，对前端的拿地和开工有着直接和间接的影响：1) 直接：影响拿地信心和开工意愿；2) 间接：影响融资进而影响房企拿地和开工的能力。资金实力强的房企擅长在市场左侧布局拿地，对于短期市场下行带来的资金压力影响不大；而资金不算太充裕的房企在市场下行时则会担忧逆势拿地带来短期资金压力，因此选择右侧拿地。在不考虑企业性质特殊因素加持的情形下，很少有公司能实现左侧加仓。



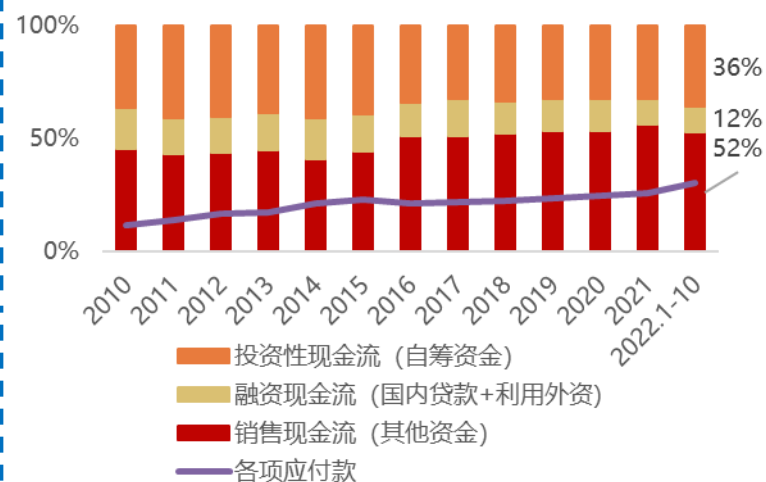
1.3 购地资金来源分析

在融资现金流用途受限、商票纳入监管的情况下，销售现金流中剔除预售监管资金及偿债资金之后可自由调配的现金成为拿地最重要的资金来源

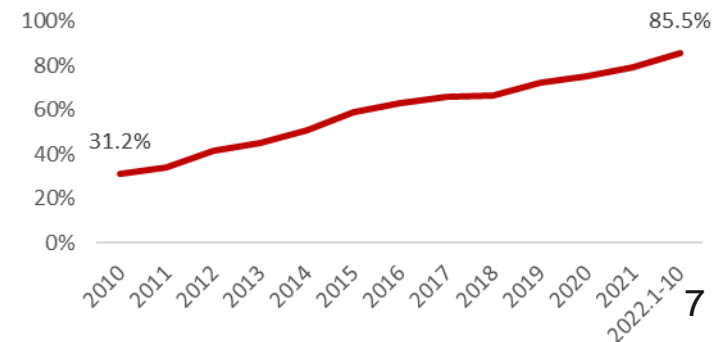
- 房企用于拿地资金主要来源=销售回款-预售监管资金+净融资+股东自筹资金



房地产开发资金来源各项资金占比 (%)



各项应付款占比自筹资金比例 (%)

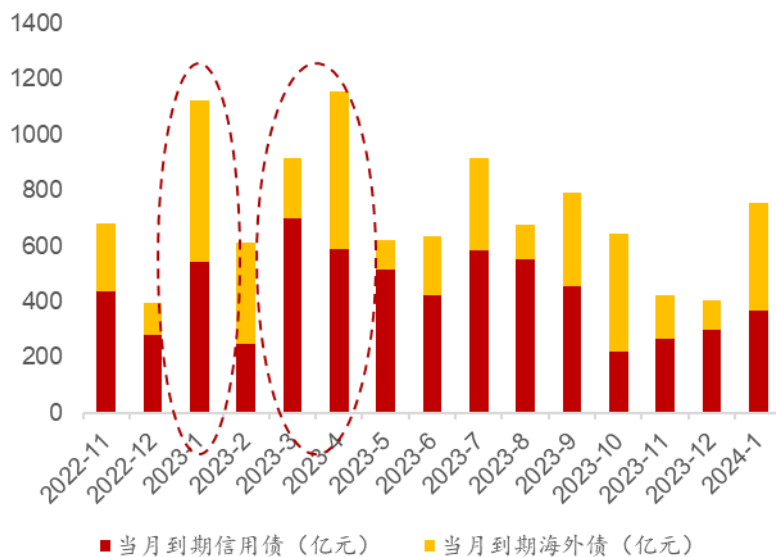


1.3 购地资金来源分析——偿债金额

房企在2023年1-4月仍然面临较大债务到期压力，“第二支箭”打开房企发展政策空间，等待落地效果

- **2023年1-4月为房企偿债高峰。**2023年房企到期债务规模约8925亿元，Q1债务到期压力集中。从月度到期债务规模来看，2023年1月债务到期量为1124.10亿元，4月债务融资规模达到1155.28亿元，分别是2023年债务到期两个高峰。
- 2022年1-10月房企融资方式以信用债及ABS数据为主，房企融资总额同比-56.5%，海外债发行同比下降-91.2%；信用债发行额占比53.3%，ABS总额占比33.5%。2022年1-10月民营企业信用债发行金额占比比例在0-23.4%之间。
- **2022年11月交易商协会发“第二支箭”政策。**11月8日交易商协会官网发布消息称会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资（简称“第二支箭”）。11月9日以来龙湖集团、美的置业、新城控股分别获得200亿元、150亿元、150亿元储架式注册发行额度，更多未出险民企受理值得期待。

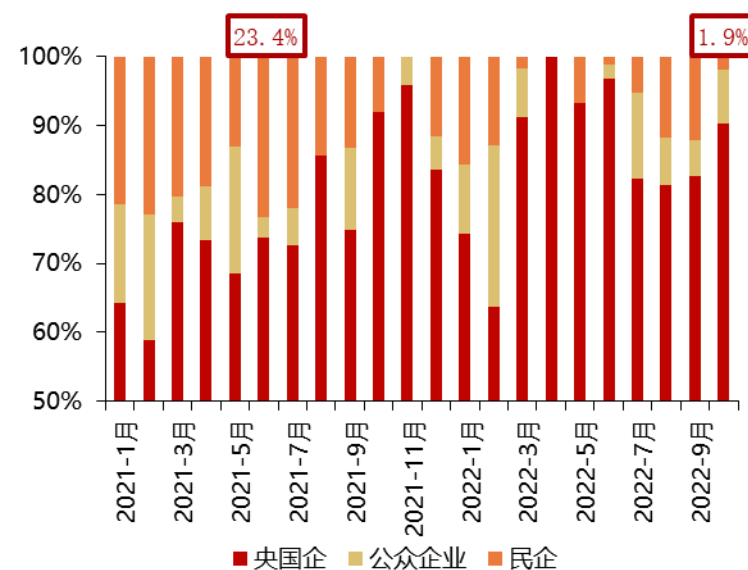
2022.11-2024.1房企不同类型债务一年内到期量



2022年1-10月房地产行业融资发行情况统计

一级	二级	发行总额 (亿元)	总额同比 (%)	发行额占比 (二级)	发行额占比 (一级)
信用债	定向工具	263	-	6.6%	-
	短期融资券	435		10.9%	
	公司债	1621		40.5%	
	企业债	97		2.4%	
	中期票据	1586		39.6%	
	合计	4000	-24.2	-	53.3%
海外债	-	176	-91.2	-	2.3%
信托	-	819	-79.6	-	10.9%
ABS	CMBS/CMBN	1048	-	41.7%	-
	保障房	68		2.7%	
	供应链	898		35.7%	
	类Reits	332		13.2%	
	购房尾款	167		6.6%	
	合计	2513	-41.1	-	33.5%
合计	-	7508	-56.5	-	-

2021年-2022年10月房企信用债发行金额占比



多重融资政策加速落地，房企融资界面持续优化

- 2022年11月交易商协会、央行、银保监会、国常会、证监会相继发出“第二支箭”、“金融16条”、“第三支箭”等房企流动性支持政策，多家房企获得融资支持。
- 我们认为，11月份房企融资政策方向已经发生了转变。“保交付不保主体”的思路正在发生改变。11月房企融资支持力度明显提升，六大行接连和17家房企签订战略合作框架协议，房企资金面利好有实质性推动。11月28日证监会在新闻发布会上提出“股权融资方面调整优化5项措施”支持房地产市场平稳健康发展，至此房地产融资端第二支箭和第三支箭纷纷落地。

2022年11月融资支持政策

日期	部门	政策支持
11月8日	交易商协会	“第二支箭”交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。预计可支持约 2500亿元 民营企业债券融资，后续可视情况进一步扩容。
11月11日	央行、银保监会	(11月23日正式发文)金融支持16条
11月22日	央行、银保监会	全国性商业银行信贷工作座谈会：在前期推出的“保交楼”专项借款的基础上，人民银行将面向6家商业银行推出 2000亿元 “保交楼”贷款支持计划，为商业银行提供零成本资金，以鼓励其支持“保交楼”工作。
11月23日	国常会	适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕
11月23-24日	六大行	六大行与17家房企签订战略合作，战略合作金额总计不低于 12750亿元 。
11月28日	证监会	“第三支箭”决定在股权融资方面调整优化5项措施

2022年11月融资政策利好出台后房企融资情况

日期	房企	融资进展
11月10日	龙湖集团	①11月10日，交易商协会受理200亿元储架式融资注册，中债增同步受理企业增信业务意向； ②11月15日，公司完成200亿元储架式中期票据注册。
11月12日	新城控股	①11月12日，发布公告称，拟向交易商协会申请新增150亿元债务融资工具的注册额度； ②11月17日，交易商协会受理150亿元储架式注册发行。
11月14日	美的置业	①11月14日，发布公告称，拟向交易商协会申请新增150亿元债务融资工具的注册额度； ②11月15日，交易商协会受理150亿元储架式注册发行，中债信用增进公司同步受理企业增信业务意向。
11月22日	万科集团、金地集团	①万科集团向交易商协会表达了280亿元储架式注册发行意向，待履行内部股东大会决策程序后正式报送； ②金地集团向交易商协会递交了150亿元储架式注册发行申请。
11月23日	龙湖集团、美的置业、金辉集团	中债增进公司出具对龙湖集团、美的置业、金辉集团三家民营房企发债信用增进函，拟首批分别支持三家企业发行20亿元、15亿元、12亿元中期票据，后续将根据企业需求提供持续增信发债服务。

2022年11月六大行与17家房企签订战略合作

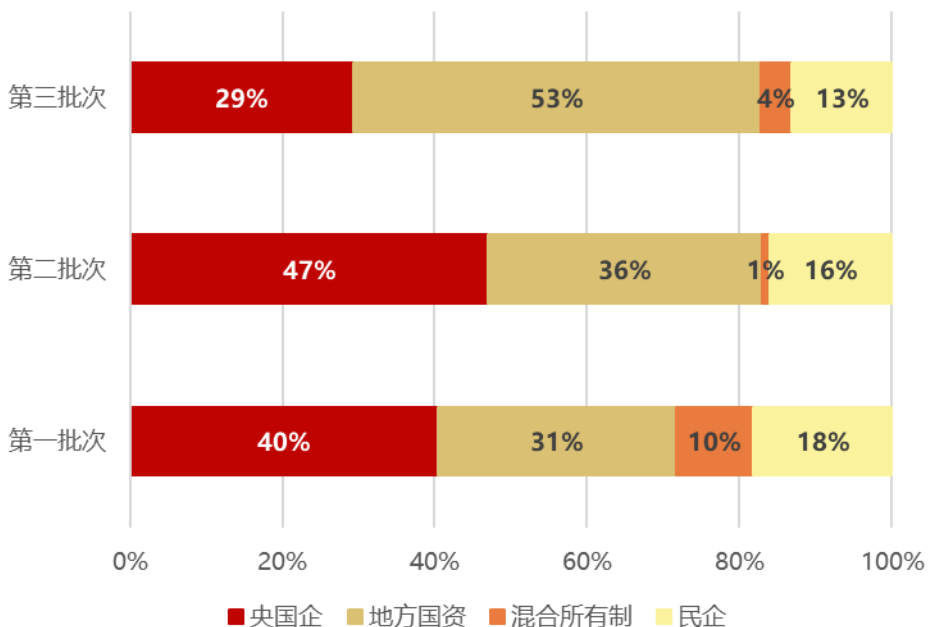
授信意向额度(亿)	农业银行	中国银行	交通银行	工商银行	邮储银行	建设银行
	2022/11/23	2022/11/23	2022/11/23	2022/11/24	2022/11/24	2022/11/24
万科集团	√	√ (1000)	√ (1000)	√	√	√
金地集团	√			√		
绿城中国				√	√	
龙湖集团	√	√ (600)		√	√	√
碧桂园		√ (600)		√	√	
美的置业			√ (200)	√	√	√
金辉集团				√		
合生创展						√
大华						√
中海发展	√			√		
华润置地	√			√		
保利发展				√		
招商蛇口				√		
华侨城				√		
中国交建						√
首开						√
越秀						√
开发贷	√	√	√	√	√	座谈会
按揭贷款	√	√	√	√	√	
并购贷款	√	√	√	√	√	
租赁住房融资				√		
保函		√	√	√	√	
债券承销与投资	√	√	√	√	√	
贸易融资		√				
供应链融资			√		√	

1.4 2022年拿地政策及购地房企分析

多地放松土拍政策，不改国企央企为拿地主力、城投托底仍然存在的现象

- **2022年土拍相关政策有松有紧。**①收紧政策：2022年10月财政部发文禁止城投公司托底；②放松政策：降低土拍参与门槛，主要方式为降低土地保证金比例；减小房企资金压力，主要方式为允许房企分期缴纳土地保证金。
- **2023年土地市场拿地主体预期：**2022年前三轮集中供地时期，地方国资拿地金额占比31-53%，呈现逐渐增加的趋势，央国企占比全部拿地金额约29-47%。虽然2022年10月财政部发文禁止城投公司托底，但在随后城市第三批次拿地情况来看，城投拿地仍然是地方拿地的主力之一（例如无锡）。我们认为受政策限制，2023年城投托底拿地受限会使其拿地数量将减少。拿地主力央国企和部分财务稳健的民企在H1需求修复不明显时可能加码拿地能力有限，因此导致土拍市场成交量在2023H1继续下探，2023H2土地市场伴随需求修复而出现好转。

2022年各轮集中供地中的拿地金额占比 (%)



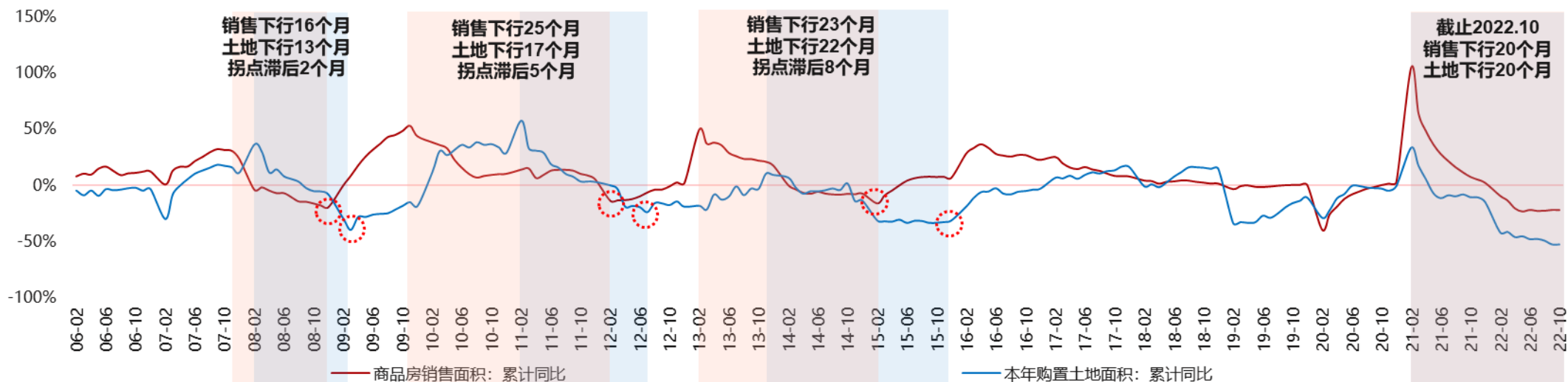
土拍政策	方式	放松城市 (部分列举)
收紧政策	限制城投托底拿地	严禁通过举债储备土地，不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入，不得巧立名目虚增财政收入，弥补财政收入缺口。
放松政策	降低土拍参与门槛： 降低土地保证金比例	(1) 按土地出让起始价的20%确定竞买保证金：河南济源、湖北鄂州、云南勐腊、河北涿州、湖北岳阳、河北承德 (2) 竞买保证金按土地挂牌起始价由原来的100%调整为50%缴纳：徐州 (3) 竞买保证金比例全部调整为挂牌起始总地价的30%：湖南浏阳 (4) 竞买保证金按照土地出让起始价30%确定，银行保函可视为竞买保证金缴纳：湖北孝感市孝昌县
	减小房企资金压力： 分期缴纳土地保证金	洛阳、岳阳、济源、永州、温州苍南县、云南勐腊、河北承德、湖南浏阳、江苏泰州兴化市、连云港、湖北鄂州、江苏盐城大丰区

1.5 土地市场修复时间预测

土地市场修复往往滞后于销售修复，本轮周期土地成交面积回升拐点滞后期可能拉长

- 房企拿地多遵循以销定产策略：**通常市场下行期销售走弱会导致房企回款受阻，此时房企拿地决策主要考虑**行业下行持续时间和自身资金充裕程度**。市场左侧逆势补充土储的房企同时也会面临两个风险：1) 拿地投资加剧资金紧张情况；2) 项目入市时市场依然疲软，导致项目去化和利润实现不及预期。因此大部分房企会选在市场出现一段时间修复之后再开始拿地。
- 通过复盘历史三轮周期，我们发现：1) 当销售下行，房企回款减少，资金流紧张，带动拿地减少，销售的回升会带动土地获取的增加，土地成交面积同比降幅见底往往较销售滞后2-8个月，同比增速转正则需要更长时间；2) 行业下行持续时间越长，土地市场拐点出现的时间越滞后；3) **本轮周期较以往周期不同，本轮周期房企到期债务压力较大、销售修复疲弱，土地成交面积回升拐点可能较以往有所拉长。**

商品房销售面积和土地购置面积年内累计同比增速 (%)



中性假设下，预计2023年全年土地成交价款同比+3.9%

- 综上所述，我们认为2023Q1房企债务到期量加大，房企短期重心仍然会聚焦于偿还债务上，此外需求弱修复的情形下，地产公司有足够资金恢复拿地的情形大概率会出现在2023Q2之后。与此同时，考虑到2022年土地市场成交面积和成交金额大幅下滑，2023年受低基数影响，我们认为土地购置面积增速在2023年可能会企稳，H1增速在0%左右，H2增速个位数正增长。如果需求修复力度强于预期（取决于2023Q1政策放松力度和疫情管控变化），土地购置面积和金额增速可能更高。
- 针对全年土地市场的判断，我们分三种情景假设进行讨论：1) 中性假设：土拍购置面积2023Q2开始小幅修复，H1增速在0%，H2增速5%，土地购置金额单价不变。2) 乐观情形：土拍购置面积2023Q1开始修复，H1增速2%，H2增速10%，土地购置金额单价不变。3) 悲观情形：土拍购置面积2023Q4开始恢复，H1增速0%，H2增速1%，土地购置金额单价不变。以上三种情形下，我们预测中性情形下2023年土地购置面积增速+3.2%，土地成交价款增速+3.9%。

情景假设	2023E土地成交价款累计同比	核心假设
乐观	2023H1: +2% 2023H2: +10%	土拍热度恢复，销售刚需回暖，民营企业积极参与拿地 ① 民营房企融资放开：民营房企融资放开，现金流压力缓解，预售资金监管适度放松 ② 销售需求修复良好：二线城市、三四线城市需求增加，刚需需求增加 ③ 土地利润率增加：各地土拍地块拥有一定利润空间
中性	2023H1: +0% 2023H2: +5%	土拍热度低，国央企拿地为主，少部分现金流充裕的民营企业参与拿地 ① 融资分化：预售资金监管保持规范化、融资新增仍以国央企及当地城投为主 ② 销售需求修复缓慢：城市分化、需求分化 ③ 土地利润率较低：土拍溢价率较低，保持较低水平
悲观	2023H1: +0% 2023H2: +1%	土拍热度低，国央企拿地为主，销售底部震荡 ① 融资分化：房企风险未出清，偿债高峰期仍有房企暴雷，预售资金监管严格化，融资分化加剧，头部央企融资为主 ② 销售持续底部震荡：销售情绪较重，房价承压，销售保持底部震荡 ③ 土地利润率较低：各地土地利润空间降低

年份	土地成交面积同比 (%)			土地成交价款同比 (%)		
2018	14.2%			18.0%		
2019	-11.4%			-8.7%		
2020	-1.1%			17.4%		
2021	-15.5%			2.8%		
2022.1-10	-53.0%			-46.9%		
	乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观
2022E	-52.0%	-53.0%	-54.0%	-46.0%	-47.0%	-48.0%
2023H1	2.0%	0.0%	0.0%	2.0%	0.0%	0.0%
2023H2	10.0%	5.0%	1.0%	11.0%	5.0%	0.1%
2023E	7.2%	3.2%	0.6%	9.1%	3.9%	0.1%

年份	土地成交面积 (万元)			土地成交价款 (万元)		
2018	29142			16102		
2019	25822			14709		
2020	25536			17269		
2021	21590			17756		
2022.1-10	7432			6061		
	乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观
2022E	10363	10147	9931	9588	9411	9233
2023H1	3701	3628	3628	2084	2043	2043
2023H2	7409	6845	6366	8373	7736	7195
2023E	11109	10473	9994	10457	9779	9238

资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：假设2022H1与2023H1土地购置金额单价相同，2022H2与2023H2土地购置金额单价相同。

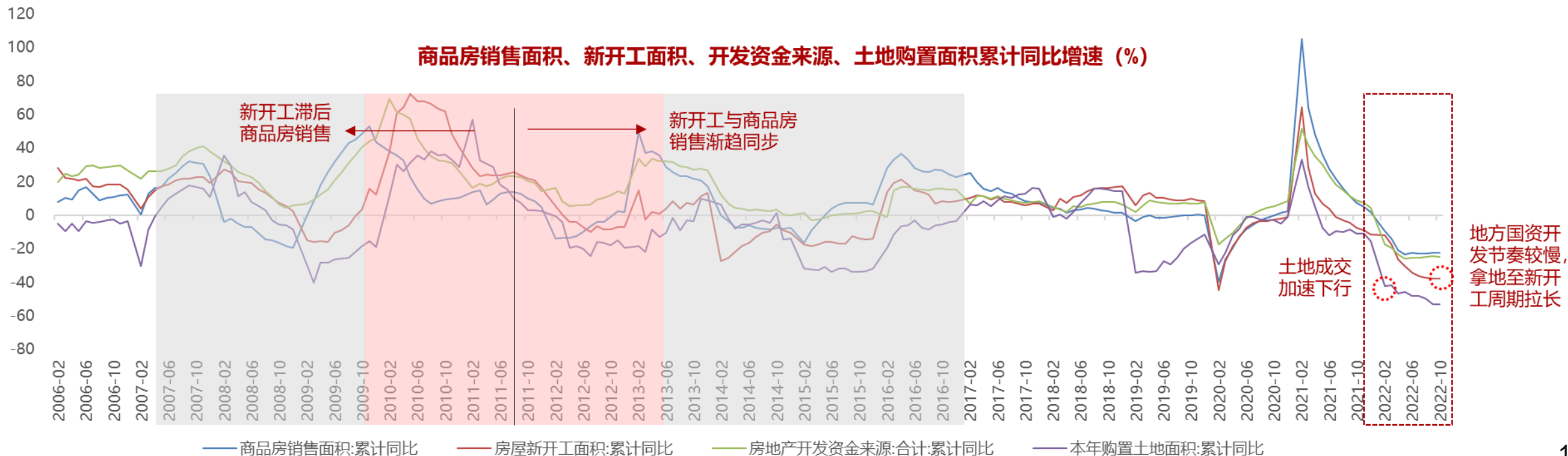
02

新开工面积预测

2.1 新开工面积影响因素

新开工面积主要取决于资金情况、在手土储、开工意愿及房屋库存

- 房企开发顺序：拿地→开工→销售→竣工，我们认为**新开工主要取决于房企资金情况、在手土储、开工意愿及可售库存面积。**
- **土地储备是房企重要的生产资料，决定了未来新开工面积的上限。**回顾历史周期，新开工面积同比增速基本滞后土地成交约1个季度左右，即当前拿地会在1个季度之后反映到开工。土地购置面积同比趋势和新开工面积同比趋势长期来看拟合度较高，土地拿地力度决定了未来新开工面积增速的上限。土地成交自2021H2以来进入负增长，2022Q1-Q3土地成交面积降幅持续扩大，预计未来对新开工下降具有较强的带动作用。
- **销售对新开工的影响主要体现在房企的资金充裕程度和开工意愿。**我们认为房企新开工积极性依赖于资金到位情况及销售市场的恢复节奏，受制于2021-2022年融资限制，房企到位资金目前更依赖于销售回款，销售与房企到位资金基本保持同步。由于2023年Q1仍为房企偿债高峰（P12），我们预计2023H1新开工增长受限。

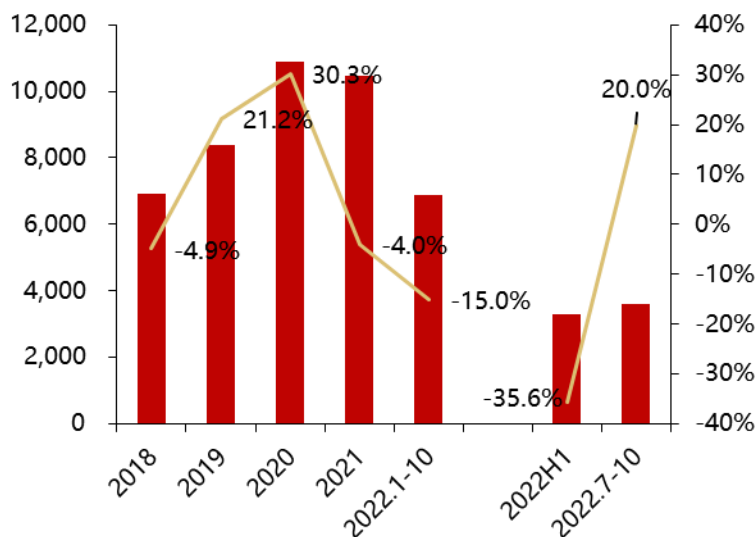


2.2 分线城市可推出土储

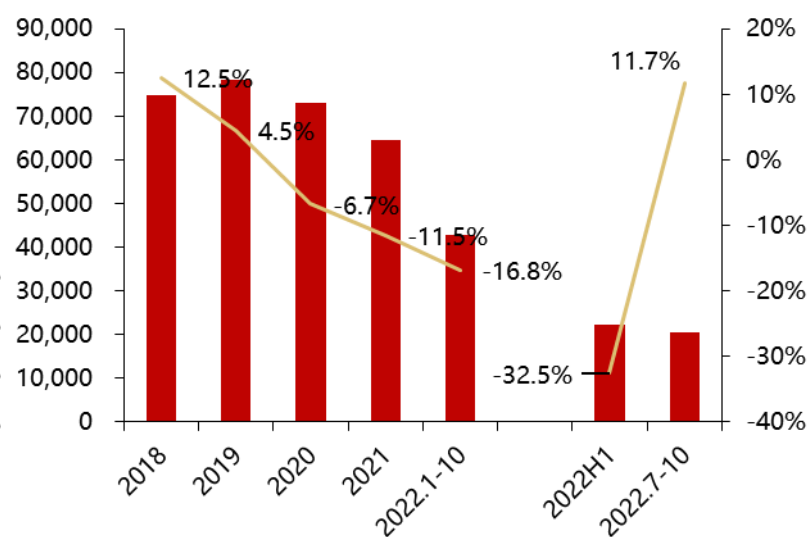
2022H2所获取土地将成为2023年新开工面积的重要基数，2023年新开工面积增长率预计呈现分化趋势

- 如果按照开发流程，从拿地到开工按照6个月的周期计算，我们预计2022年H1所获取的土地将于2022年底前进行开工，而2022H2所获取的土地将成为2023年影响2023年新开工面积的重要基数。
- 分线城市来看，2022年7-10月土地成交面积同比一线城市为+20%，二线城市为+11.7%，三线城市为+22.6%。2022年7-10月二线城市、三线城市呈现同比增长趋势，但成交面积的绝对值仍然低于2022H1。反观一线城市，2022年7-10月成交土地面积已超过上半年成交土地面积的绝对值。我们认为，2023年房企受销售基本面影响，会以销定产，而新开工面积增长则会受拿地影响，在城市间呈现分化趋势。

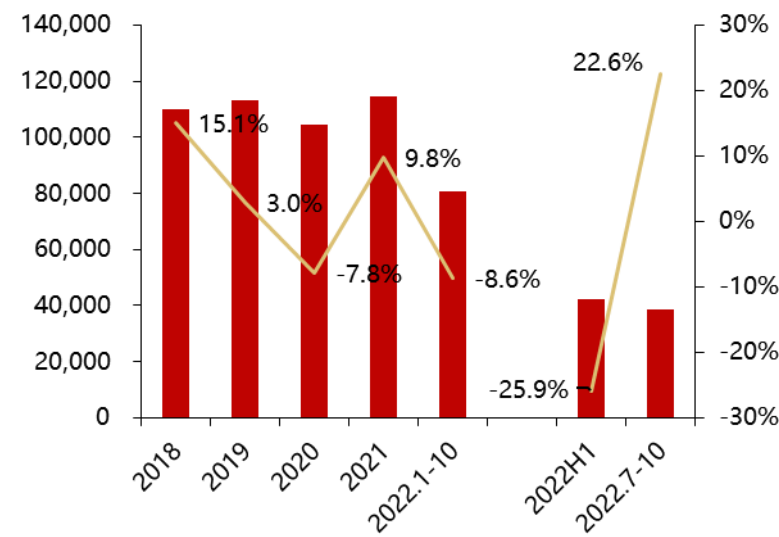
一线城市成交土地规划建面及同比 (%)



二线城市成交土地规划建面及同比 (%)



三线城市成交土地规划建面及同比 (%)



■ 100大中城市:成交土地规划建筑面积:一线城市 (万平, 左轴)
 — 100大中城市:成交土地规划建筑面积同比:一线城市 (% , 右轴)

■ 100大中城市:成交土地规划建筑面积:二线城市 (万平, 左轴)
 — 100大中城市:成交土地规划建筑面积同比:二线城市 (% , 右轴)

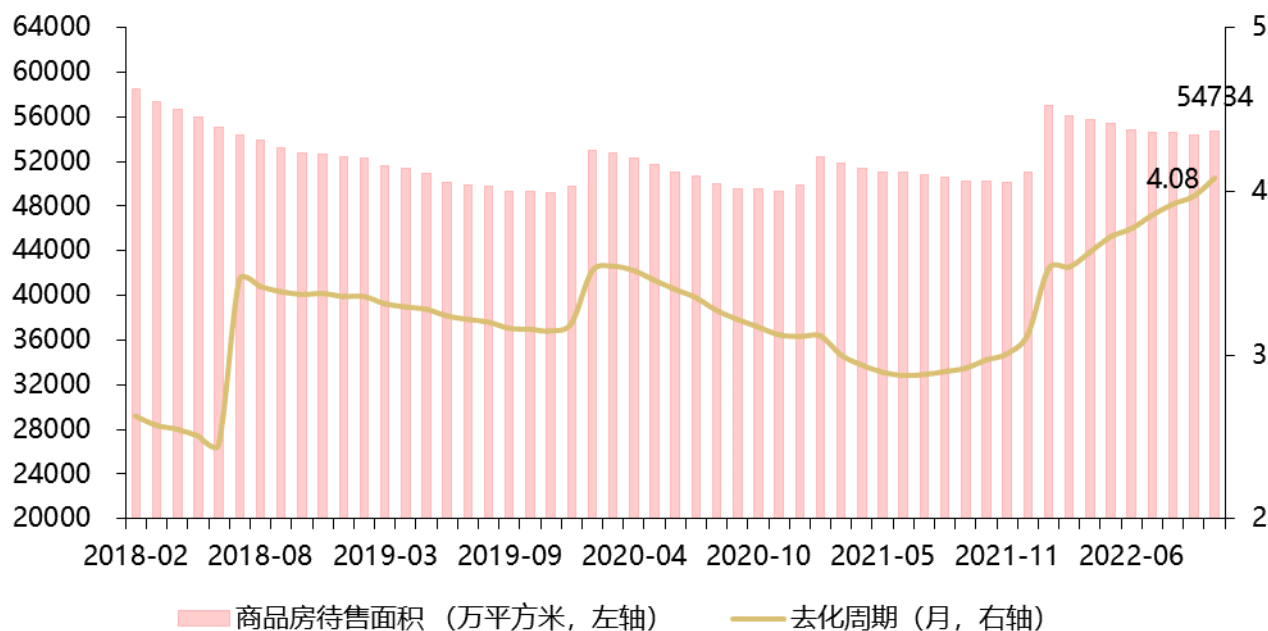
■ 100大中城市:成交土地规划建筑面积:三线城市 (万平, 左轴)
 — 100大中城市:成交土地规划建筑面积同比:三线城市 (% , 右轴)

2.3 现有库存情况

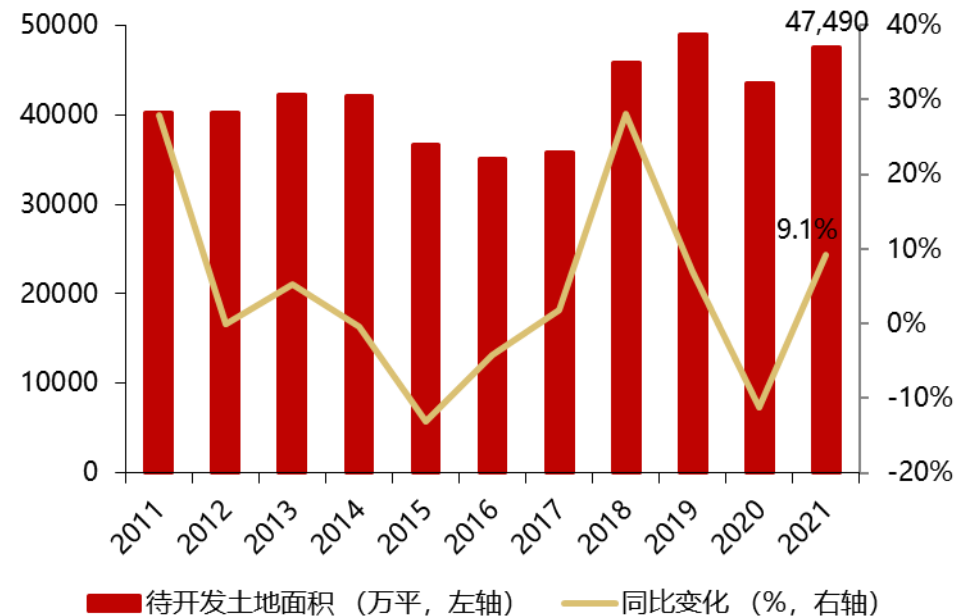
2022年10月商品房待售面积去化周期攀升至4.1个月

- 根据Wind指标定义，商品房待售面积是指房地产开发企业报告期末已竣工的可供销售或出租的面积中，尚未销售或出租的面积。2022年10月商品房待售面积5.5亿平方米，同比+9.02%，去化周期4.08个月，同比增加1.11个月。2021年待开发土地面积为4.7亿平，较2020年同比+9.1%。我们认为，受制于2022年1-10月销售大幅下滑，当前行业去化周期拉长，可售库存处于增加状态，房企新开工迫切意愿程度短期看不强烈。

商品房待售面积 (万平)



待开发土地面积 (万平)

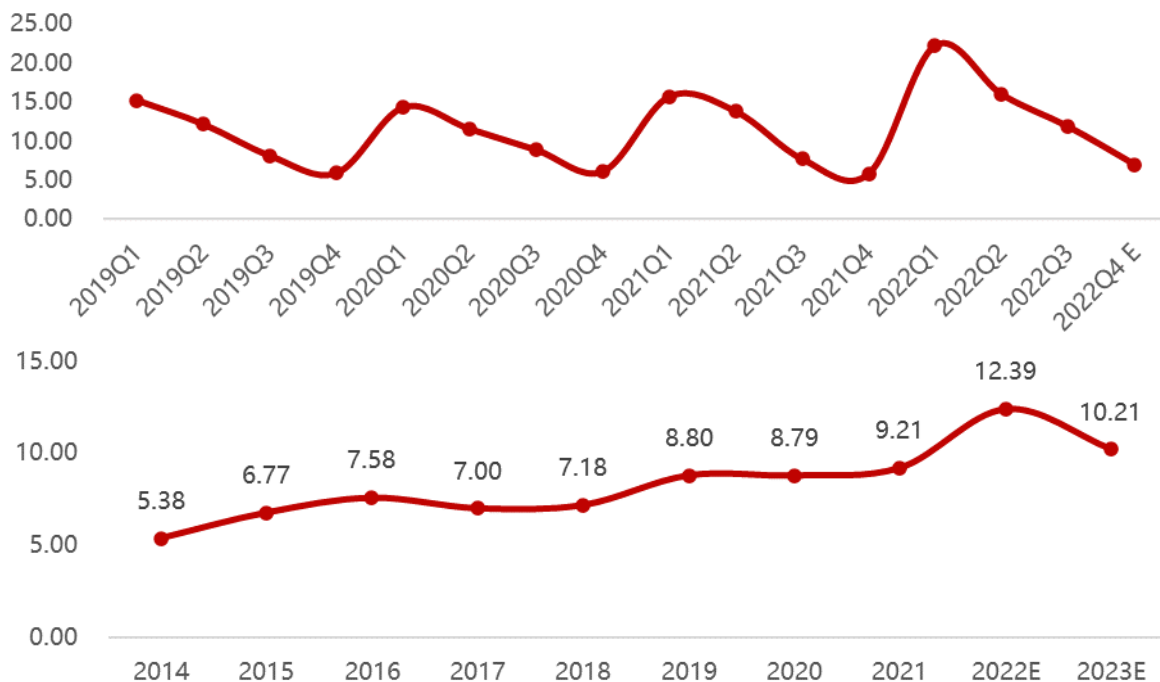


2.4 新开工面积预测

需求修复带动新开工修复，产能受限新开工面积导致修复有限

- 2022年1-10月，新开工面积10.37亿平，同比-37.8%。2022年1-10月，销售面积同比-22.3%，土地成交面积同比-53%。我们认为，2022年销售和土地成交持续低迷、多地疫情反复、宏观经济下行等多重因素限制了房企的开工意愿。
- 如前所述，在手土储决定房企的新开工能力，2023年土地成交面积预计仍为底部震荡。2023年在销售未显著回暖之前，房企的主要融资仍然偏紧的情形下，可能主要策略更倾向于去库存，开工意愿受限，2023年新开工面积增速仍有下探空间。中性假设下，我们预计2023年新开工面积9.3亿平，同比-15%。

新开工面积/土地购置面积比值（倍）



时间	新开工面积同比 (%)		
2022Q1	-17.5%		
2022Q2	-43.8%		
2022Q3	-45.1%		
2022Q4E	-43.7%		
2022E	-36.8%		
2023E	乐观	中性	悲观
	-12.0%	-15.0%	-18.0%

时间	土地购置面积 (万平)	同比 (%)	新开工面积 (万平)	同比 (%)	
2018	29142	14.2%	209342	17.2%	
2019	25822	-11.4%	227154	8.5%	
2020	25536	-1.1%	224433	-1.2%	
2021	21590	-15.5%	198895	-11.4%	
2022E	10147	-53.0%	109294	-36.8%	
2023E	中性	10473	3.2%	92900	-15.0%
2023E	乐观	11109	7.2%	110657	-12.0%
2023E	悲观	9994	0.6%	103112	-18.0%

03

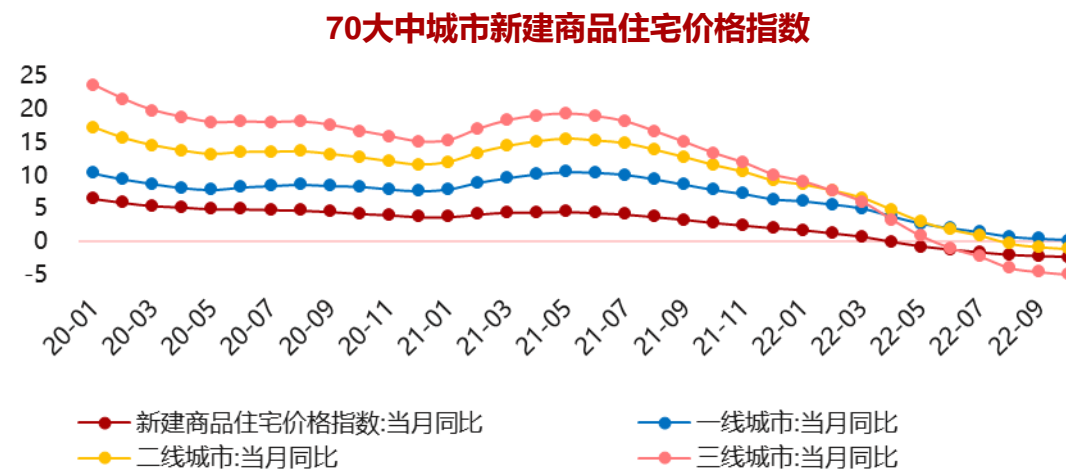
销售面积和金额预测

3.1 2022年全国销售情况总结

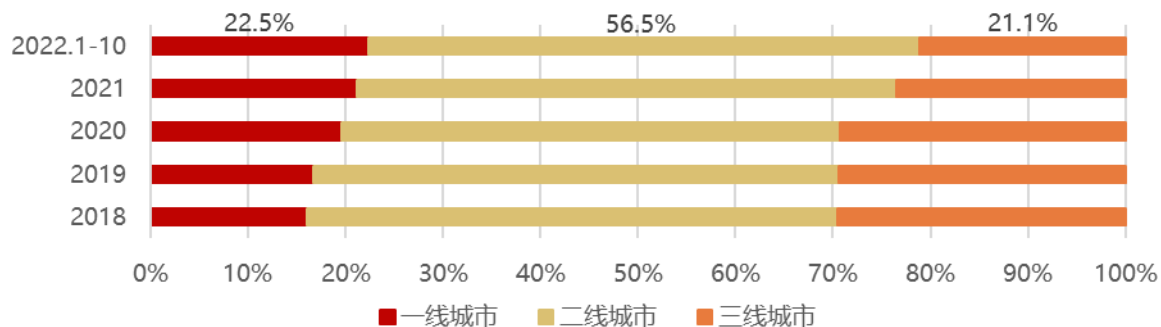
2022年1-10月销售面积同比大幅下降，一线城市价格指数韧性最强，分线城市销售分化明显

- 全国销售情况：2022年1-10月商品房销售面积同比-22.3%，销售额-26.1%，销售均价-4.87%，全国商品房市场各项销售指数下降明显。
- 分线城市销售情况：30大中城市销售面积占比中，一线城市销售占比呈现逐渐增加的趋势，三线城市逐渐失去销售份额，70大中城市新建商品住宅价格指数中，一线及二线城市跑赢全国价格指数，三线城市价格指数下降明显。

年份	商品房销售面积累计值 (万平)	商品房销售面积累计同比 (%)	商品房销售额累计值 (亿元)	商品房销售额累计同比 (%)	累计销售均价 (元/平)	累计销售均价同比 (%)
2018	171654	1.33%	149973	12.17%	8737	10.70%
2019	171558	-0.06%	159725	6.50%	9310	6.56%
2020	176086	2.64%	173613	8.69%	9860	5.90%
2021	179433	1.90%	181930	4.79%	10139	2.84%
2022.1-10	111179	-22.27%	108832	-26.06%	9789	-4.87%



30大中城市分线城市商品房销售面积分线城市占比



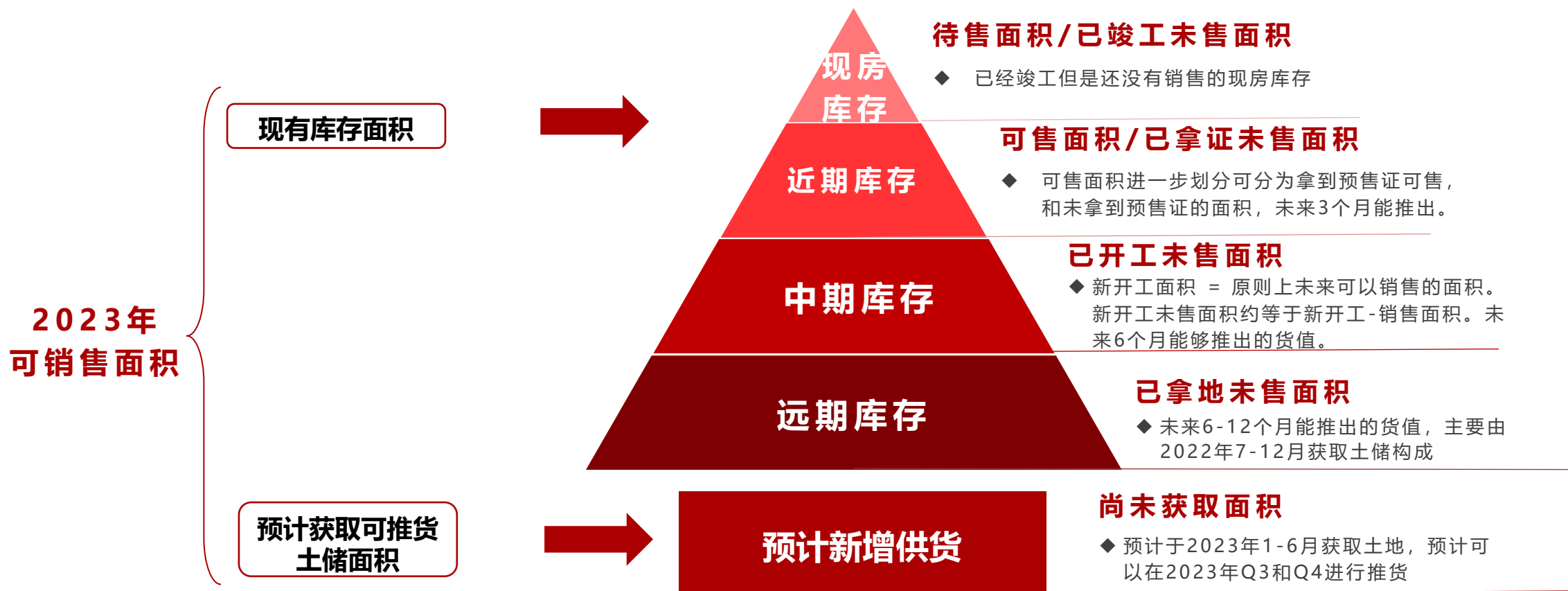
核心预测思路



3.2 销售面积组成因素

现有可推出库存面积及2023年上半年新增土储会成为影响2023年新增供应的主要构成，加之去化率变化，影响2023年销售

- 我们认为，房企当年拿地的数量和质量会影响后续一年的供货体量，叠加去化率的变化，进而影响销售面积和金额体量。
- 2023年销售面积我们认为主要由现有库存面积和预计2023年获取的可推货土储面积组成。



3.3 去化率影响因素

改善需求是最主要的需求动力，购房成本成为限制需求的重要因素

- 微观层面上，房屋购买的需求大致可以分为投资、学区及自住。我们认为，2016年之后行业政策持续调控下投资需求已逐渐出清，核心一线城市学区房政策2020-2021年也有相关调控政策使其学区属性受到一定影响，在此情形下我们认为自住需求是目前购房的主要需求驱动力。目前自住需求有以下几个特点：①刚需客群观望情绪严重，改善型需求逐渐占据主要销售市场；②一二线城市与三四线城市销售分化明显，城市核心板块和郊区分化显著；③在经济周期底部，购房者对未来就业和收入预期不足的情形下，购房成本的高低或成为影响购房的重要因素。
- 参考2022年31个重点城市第18-44周平均去化率47%，我们认为2022年底到2023年需求端政策持续放松的情形下，需求修复会推动去化率上升。一二线城市去化率修复趋势会好于三四线城市。
- 此外，2022年受房企接连违约影响和7月停工问题影响，需求对新房观望情绪加重，部分需求转向存量二手房，使得2022H2以来重点跟踪城市二手房成交面积数据持续回暖。长期来看，我们认为如果房地产行业基本面筑底并进入修复阶段，二手房交易回暖会带动新房成交量修复，中长期二手房和新房仍然会有较强联动效应。

新房去化率核心影响因素

购房需求

自住需求

投资需求

学区需求

二手房影响

刚需需求

改善需求

客户追求确定性

➢ “保交楼”背景下，叠加房价整体呈现调整的趋势，客户观望情绪严重，更倾向于央国企项目及现房销售项目【需求分化】

核心一二线城市及三四线城市成交分化

➢ 核心一二线城市凭借人口规模基础、产业优势具有较强韧性

购房成本成为限制购房需求的重要因素

➢ 首付比例、房贷利率、交易税费减免、公积金政策放松均会降低购房成本

“房住不炒”大方针下，房价失去快速上涨预期，投资属性消退

学区划片，学区房确定性减弱，学区房价格出现松动

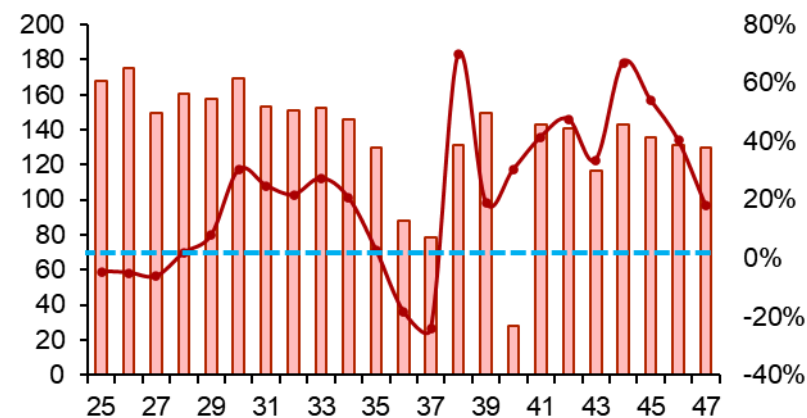
短期承接部分新房需求

中长期二手房交易和新房联动性会占主导

2022年18城二手房周度成交面积及同比

18个城市二手房成交面积合计(万平方米,左轴)

同比(% ,右轴)



3.3 去化率影响因素——各地需求端刺激政策

各地持续释放需求端放松政策，多角度刺激购房市场

- 全国各地放松政策刺激主要围绕缩小限购范围、优化个人信贷、住房公积金优惠提升、给予购房补贴、优化住房金融服务等方式进行。

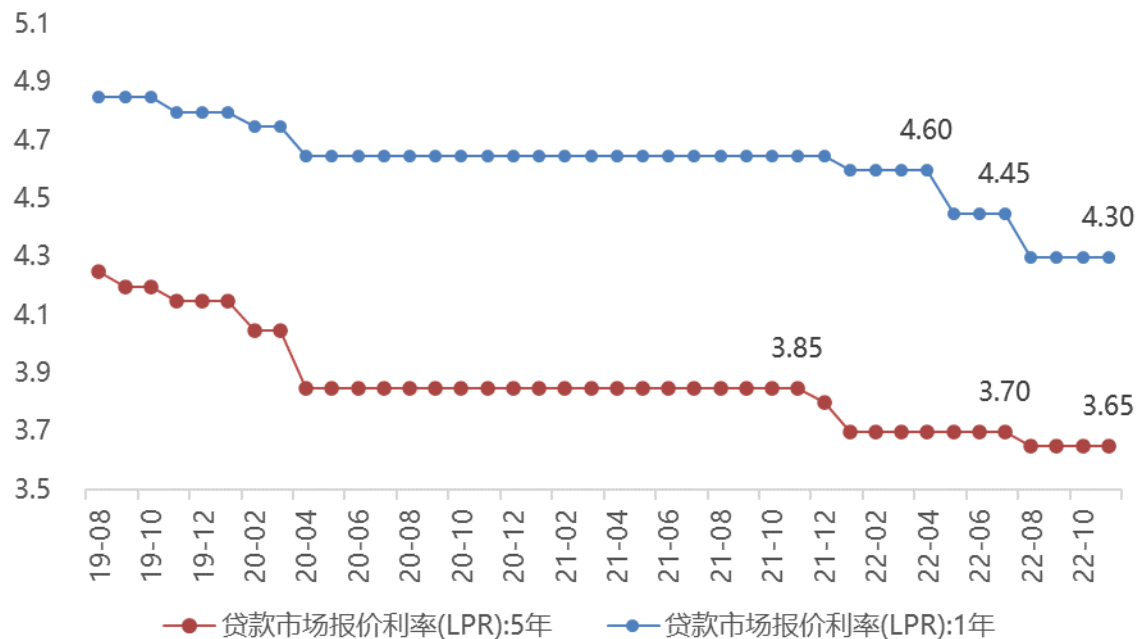
方式	放松方式及城市 (2022.8-2022.11部分列举)
限购和限售放松	(1) 取消购房限制性条件：河北廊坊 (2) 取消二手房限售：江苏常州 (3) 阶段性取消新发放的首套住房商业性个人住房贷款利率下限：安徽安庆 (4) 优化区域限购措施：四川成都、陕西西安
优化个人购房信贷政策	(1) 下调住房贷款利率：天津、金华、江西新余、云南昭通、石家庄、贵州铜仁等 (2) 降低住房商业贷款首付比例：金华、贵州晴隆、四川宁南、江西新余、北京（老年家庭）、江苏南京、无锡、惠州、四川南充、安徽省安庆市、湖北孝感、广西北海、湖北神农架、江西抚州 (3) 执行宽松的贷款住房套数认定标准，实行“认房不认贷”：四川宁南、湖北省神农架林区
实施住房公积金优惠政策	(1) 提高多孩家庭提高多孩家庭住房公积金贷款额度：杭州、河北沧州、浙江湖州、江苏赣州、浙江金华、四川南充、广西北海、内蒙古鄂尔多斯 (2) 提高职工缴存公积金的贷款额度：浙江金华、四川宁南、安徽潜山 (3) 适度提高公积金贷款额度：云南勐腊、四川宁南、江西新余、江苏连云港、山东临沂、四川宜宾、安徽省安庆市、江苏泰州、江西九江、湖南益阳、湖北孝感、神农架、山东泰安、江西抚州、内蒙古鄂尔多斯、贵州黔南州 (4) 提高公积金缴存余额挂钩倍数：四川宁南 (5) 支持异地缴存住房公积金人员在我县购买住房使用公积金贷款，享受县内缴存职工同等贷款额度：四川宁南 (6) 下调公积金贷款利率：河南郑州、天津 (7) 延长贷款期限：江苏泰州 (8) 上浮个人住房公积金贷款最高贷款额度流动性调节系数：福建厦门
给予购房补贴	(1) 产业补贴：四川宁南 (2) 财政补贴：江西新余、四川南充、四川自贡、福建泉州、山东济宁 (3) 人才补贴：江苏连云港、云南大理、海宁、湖南长沙、山西长治、山东临沂、黑龙江哈尔滨五常市、江苏徐州 (4) 交易契税补贴：江西南昌、云南大理、浙江杭州、丽水、河南平顶山、河南开封、江苏徐州、河南驻马店、湖南益阳、广东韶关、河南驻马店 (5) 对自愿退出宅基地进城购房落户的农民给予购房奖励/补助：安徽潜山、江苏徐州 (6) 其他条件的购房补贴：江西南昌、安徽潜山、浙江嘉兴、江西萍乡、海宁、广西来宾、山东临沂、江西九江、贵州铜仁、江西宜春、浙江衢州 (7) 购房补助：四川宜宾 (8) 开展购房促消费活动，发放消费券：江西南昌
优化住房金融服务	(1) 执行好房地产相关金融政策和保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度的管理要求：云南勐腊 (2) 优化住房金融服务，更好满足购房者合理信贷需求，保持房地产信贷平稳投放：云南昭通

3.3 去化率影响因素——LPR及房贷利率情况

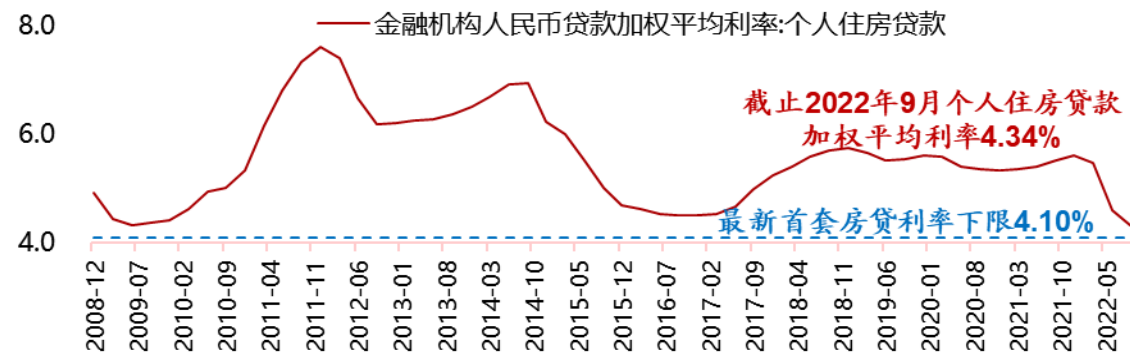
LPR逐级下降，首套房贷利率下限打开

- 首套房利率继续降低。**9月29日，人民银行、银保监会发布通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策，明确符合条件的城市政府，可自主决定在2022年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。11月11日央行和银保监会发布“金融16条”，再次提及降低个人住房贷款利率。根据贝壳研究院不完全统计，截止10月底至少33个城市下调首套房贷利率，下调幅度普遍在15-30BP不等，武汉自5月20日至今，首套房贷利率下调90BP，为各城市中房贷利率下调幅度最大的城市。
- 截止11月18日，贝壳研究院重点监测的103个重点城市主流首套房贷利率平均为4.09%，二套房平均为4.91%，较去年最高点分别回落165BP和109BP，创历史新低。一线城市房贷利率仍为最高，首套平均为4.60%，二套平均为5.13%，首套和二套利率同比降幅仅60BP和52BP；二线及三四线城市首套利率平均为4.07%。从利率下调幅度看，三四线城市房贷利率同比降幅最大，首套和二套利率同比降幅分别为169BP和112BP。

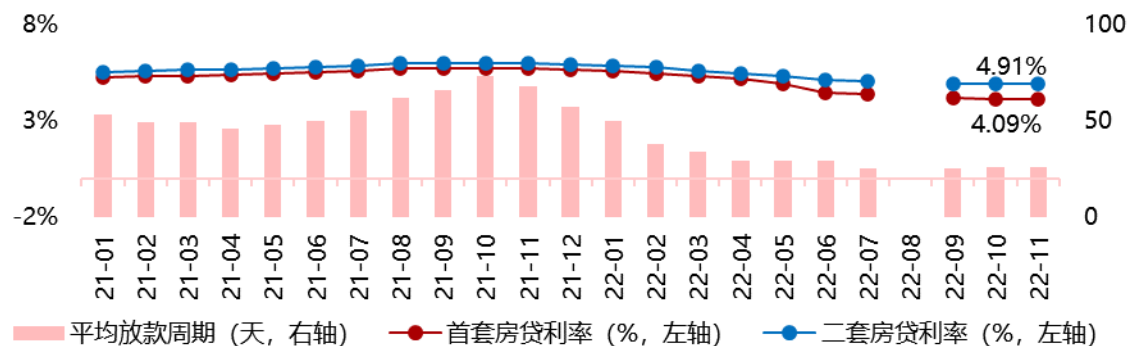
LPR走势：2022年11月21日，1年期LPR3.65%，5年期LPR4.30%



房贷利率下限：首套房—5年期LPR - 20 BP；二套房—5年期LPR + 60 BP



现行房贷利率水平：首套4.09%，二套4.91%

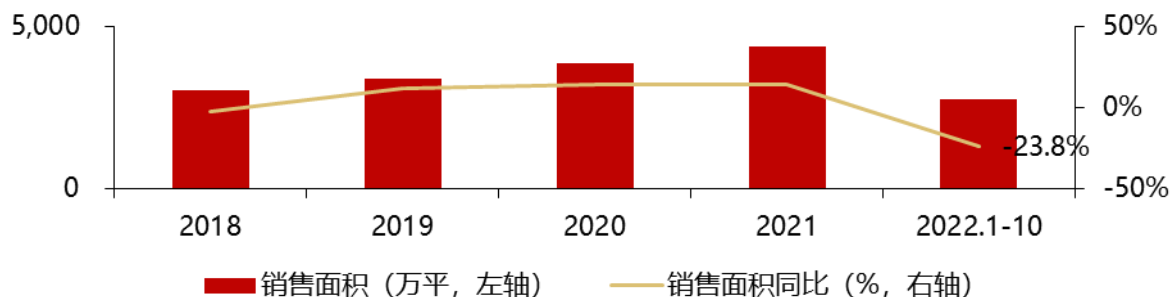


3.4 分线城市情况——一线城市

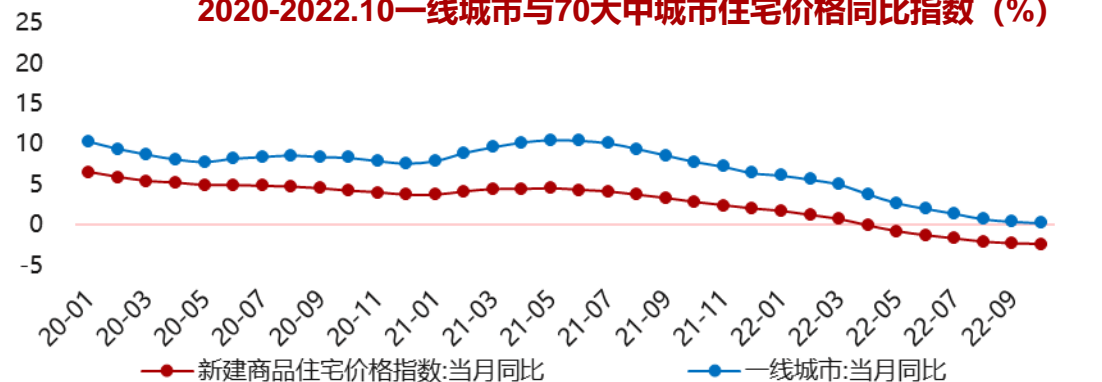
一线城市销售韧性强，2022年土地市场相对较好，能够支撑2023年销售

- 销售面积及销售价格：2022年1-10月一线城市商品房销售面积同比下降-23.8%，住宅价格指数同比、环比降幅略好于行业整体水平。
- 土地成交面积：2022年1-10月一线城市拿地面积同比为-26.1%，显著强于全国-53.03%的降幅。
- 影响因素及预测：一线城市对人口吸引力长期持续存在，市场购买力较强，销售韧性较好。我们认为，2023年房地产行业进入修复阶段，一线城市会率先复苏。在2023年一线城市土拍市场成交好于行业平均水平的情形下，我们认为2023年一线城市新推货值相对丰富，能够支持一线城市需求修复。我们中性假设，2023H1和2023H2一线城市销售面积涨幅分别为3%和8%，销售均价涨幅分别为1%和3%。

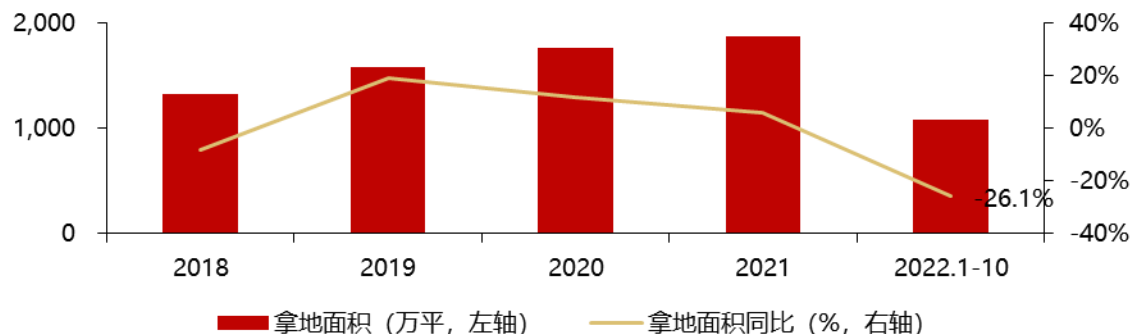
2018-2022.10一线城市商品房销售面积及同比 (%)



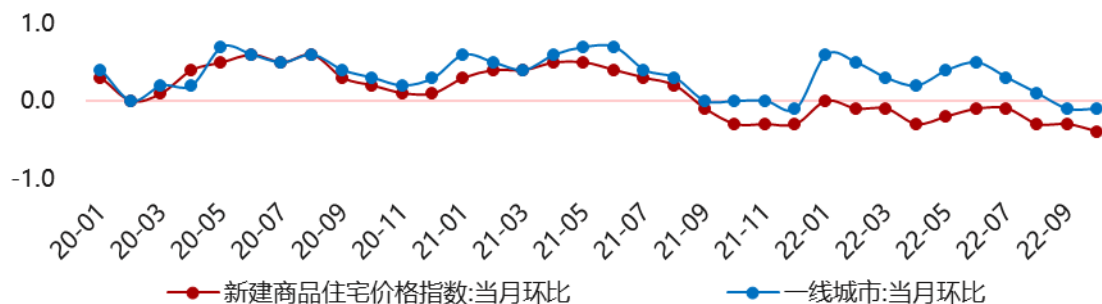
2020-2022.10一线城市与70大中城市住宅价格同比指数 (%)



2018-2022.10一线城市住宅用地土地成交面积及同比 (%)



2020-2022.10一线城市与70大中城市住宅价格环比指数 (%)



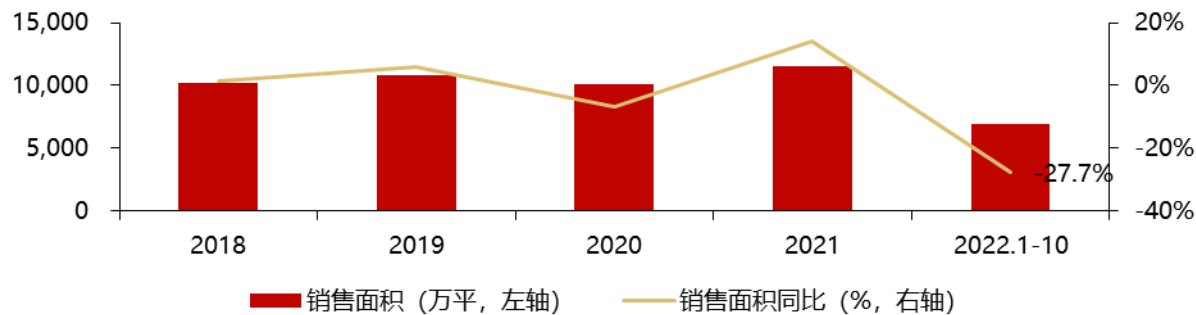
资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：一线城市住宅用地土地成交面积为Wind30大中城市数据。

3.4 分线城市情况——二线城市

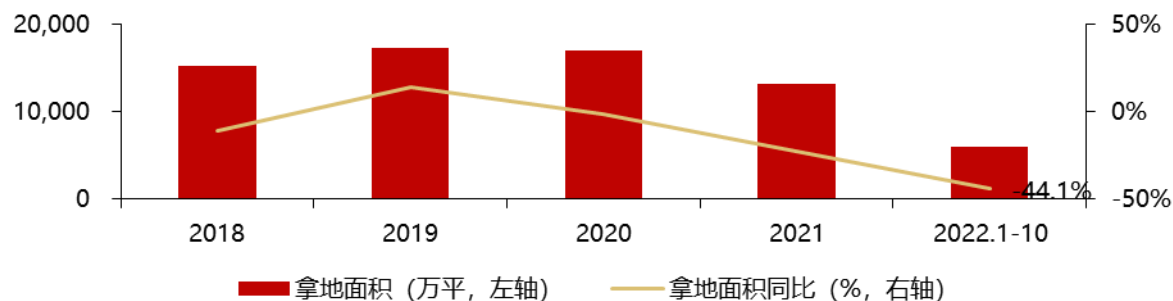
二线城市“停工断贷”成为城市间修复分水岭

- 销售面积及销售价格：2022年1-10月30大中城市中二线城市商品房销售面积同比下降-27.7%，70大中城市中二线城市销售价格同比指数呈现下降的趋势，2022年10月二线城市住宅价格同比指数为-1.3%，全国同比指数为-2.4%，同比降幅跑赢全国平均水平。
- 土地成交面积：2022年1-10月二线城市土地成交面积同比-44.1%，略高于全国-53.03%。
- 影响因素及预测：我们认为2022年部分二线城市受到“停工断贷”影响，例如郑州、天津、南宁、昆明等，当地居民购房观望情绪加重，导致需求修复和土拍市场持续走冷。与此同时，以杭州、成都、西安为代表的二线城市销售表现良好。二线城市基本面分化显著。我们认为，2023年已经出险大量停工问题的二线城市修复会较慢，而华东地区、成渝地区的成都、和西北地区的部分二线城市修复会更顺畅。2023年二线城市仍然会出现显著的修复分化。综合来看，我们预期2023年二线城市的销售面积涨幅小于一线城市，2023H1和2023H2销售面积涨幅分别为2%和5%，销售均价涨幅分别为0%和2%。

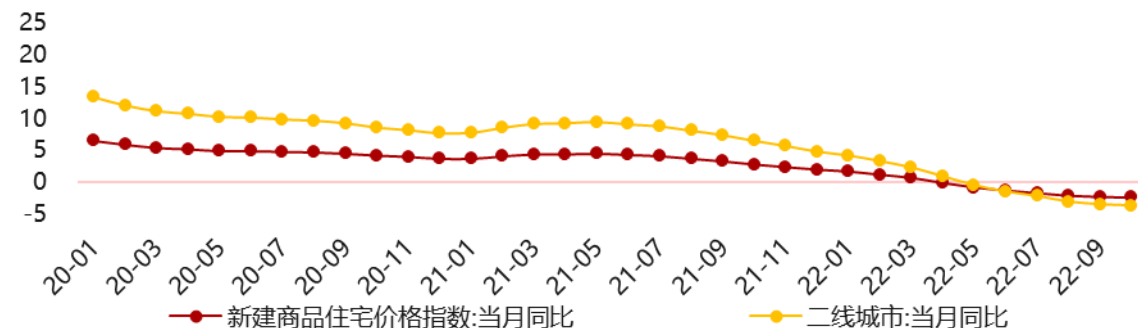
2018-2022.10二线城市商品房销售面积及同比 (%)



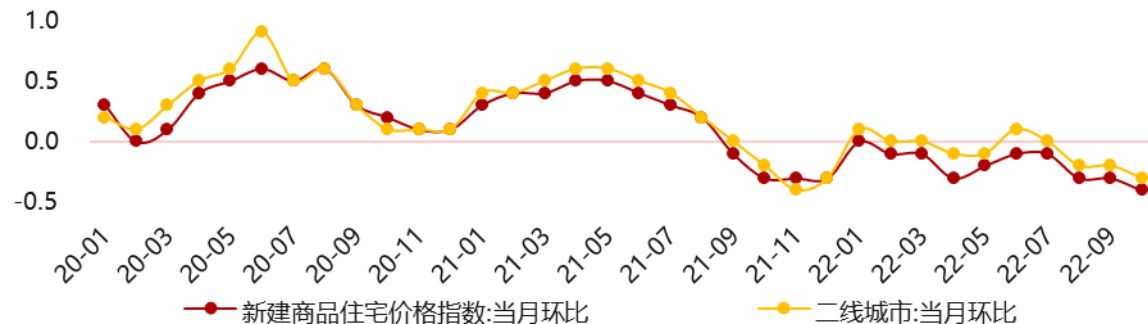
2018-2022.10二线城市住宅用地拿地面积及同比 (%)



2020-2022.10二线城市与70大中城市住宅价格同比指数 (%)



2020-2022.10二线城市与70大中城市住宅价格环比指数 (%)

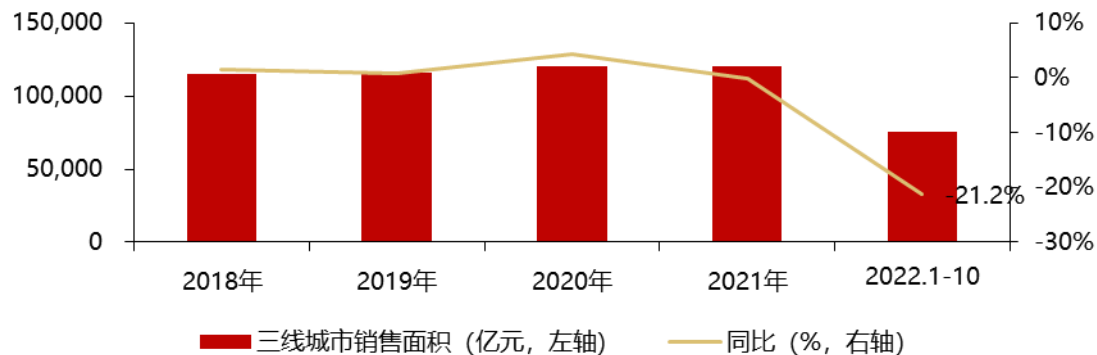


3.4 分线城市情况——三线城市

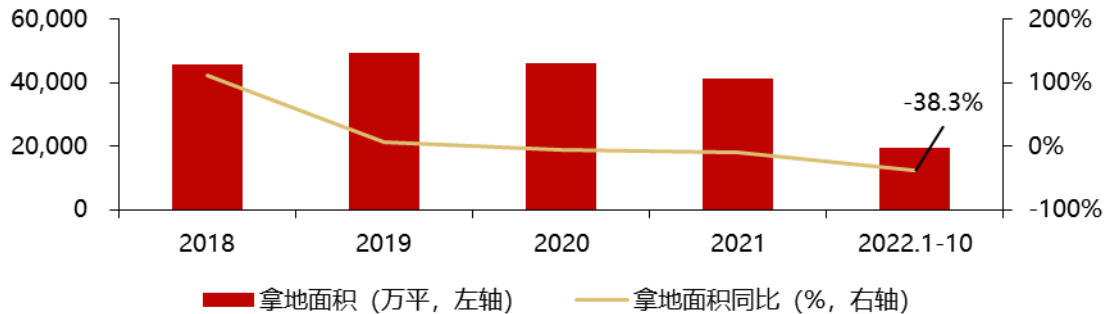
三四线城市房价下降明显，影响居民购买信心，在疫情反复情况下，居民收入受限影响购房能力

- 销售面积及销售价格：2022年1-10月30大中城市中三线城市商品房销售面积同比下降-21.2%，我们认为2022年销售受到疫情反复影响严重，多个核心一二线城市多个月度的销售额大幅下降，包括上海、郑州等地，而三四线城市基数较大，销售因疫情影响占比反而更小。70大中城市中三线城市销售价格同比指数下降趋势明显，2022年10月三线城市住宅价格同比-3.9%，70大中城市平均指数为-2.4%，差距呈现拉大的趋势。
- 影响因素及预测：我们认为2022年三四线城市购房需求下滑较为严重，持续走低的房价加剧了居民的观望情绪，在多地疫情反复的情况下，亦使得部分刚需客户收入收到影响，导致购买能力受限。在此背景下，我们预计中性假设下，2023H1和2023H2销售面积涨幅分别为2%和5%，销售均价涨幅分别为0%和2%。

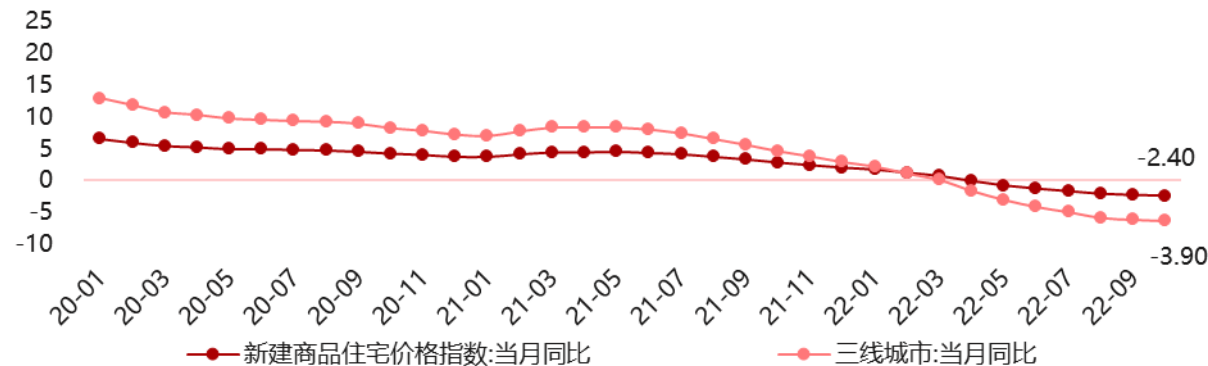
2018-2022.10三线城市商品房销售面积及同比



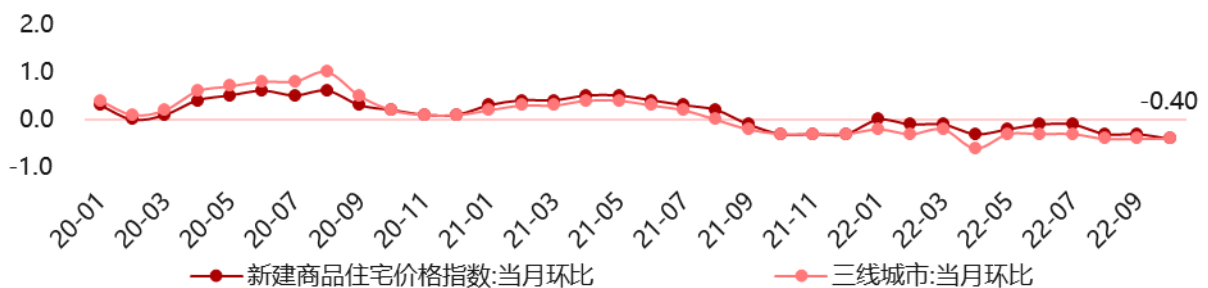
2018-2022.10三线城市住宅用地拿地面积及同比



2020-2022.10三线城市与70大中城市住宅价格同比指数



2020-2022.10三线城市与70大中城市住宅价格环比指数



3.5 核心数据预测

中性假设下，预计2023年全年销售金额同比+4%

- 综合上述，我们认为当前各地需求端放松政策持续出台，多角度对购房市场进行刺激，“保交楼”正在稳步推进，购房信心正在逐渐恢复。与此同时，考虑到2022年销售成交面积和销售金额大幅下滑，我们认为2023Q1销售面积预计会筑底企稳，且考虑到2022年土地成交面积的大幅下滑，二手房对新房市场亦有部分挤压作用，预计2023H1销售面积将会维持较低的增速。在全国市场分化的情况下，核心一二线城市预计会率先回暖，有望带动2023年下半年全国销售市场回暖。
- 针对全年销售市场的判断，我们分三种情景假设进行讨论：1) 中性假设：需求政策逐渐出台，“保交楼”稳步推进，购房信心逐渐恢复，销售面积增加3%，销售均价增长1%，销售金额增长4%。2) 乐观情形：购房成本持续降低，刚需及改善需求持续释放，三四线城市恢复购买力，销售面积增加4%，销售均价增长2%，销售金额增长6%。3) 悲观情形：各线城市保持分化，一二线城市房价企稳，观望情绪仍然存在，销售面积增加2%，销售均价保持不变，销售金额增长2%。

情景假设	核心假设	分线城市	销售面积 (预测区间: 悲观、中性、乐观)	销售均价 (预测区间: 悲观、中性、乐观)	销售金额 (预测区间: 悲观、中性、乐观)
乐观	购房成本持续降低，刚需及改善需求持续释放，三四线城市恢复购买力 <ul style="list-style-type: none"> 政策：需求政策加速推出，LPR及房贷利率进一步降低，各地限购限贷进一步放开，购房成本降低显著。 购房信心：核心一二线城市房价企稳回升，改善需求及刚需需求得到释放，购房情绪回暖。“保交楼”落地迅速，民营房企获得融资支持出险较为严重的城市购房信心恢复。 全国经济：疫情得到控制，各地经济稳步复苏，三四线城市逐渐恢复购买力。 		涨幅	涨幅	涨幅
		一线城市	3%、4%、5%	1%、2%、3%	4%、6%、8%
		二线城市	2%、3%、4%	0%、1%、2%	2%、4%、6%
		三四线城市	1%、2%、3%	-1%、0%、1%	0%、2%、4%
		全国	2%、3%、4%	0%、1%、2%	2%、4%、6%
中性	需求政策逐渐出台，“保交楼”稳步推进，购房信心逐渐恢复 <ul style="list-style-type: none"> 政策：需求政策持续推出，LPR及房贷利率保持低位，购房成本降低。 购房信心：各线城市房价企稳，改善需求占据主体，刚需需求初步释放，观望情绪逐渐降低。“保交楼”稳步推进，出险较为严重的城市购房信心逐渐恢复。 全国经济：疫情得到控制，各地经济稳步复苏。 	年份	销售面积	销售均价	销售金额
		2018	171654	8737	149973
		2019	171558	9310	159725
		2020	176086	9860	173613
		2021	179433	10139	181930
		2022.1-10	111179	9789	108832
		2022E	139466	9646	134524
悲观	各线城市保持分化，一二线城市房价企稳，观望情绪仍然存在 <ul style="list-style-type: none"> 政策：需求政策推出较慢，LPR及房贷利率保持低位。 购房信心：各线城市分化严重，核心一二线城市房价逐渐企稳，观望情绪仍然存在。“保交楼”稳步推进，出险较为严重的城市购房信心缓慢恢复。 全国经济：各地疫情反复，居民收入水平未得到明显改善。 		悲观 中性 乐观	悲观 中性 乐观	悲观 中性 乐观
		2023E	142255 143650 145044	9646 9742 9839	137214 139945 142703

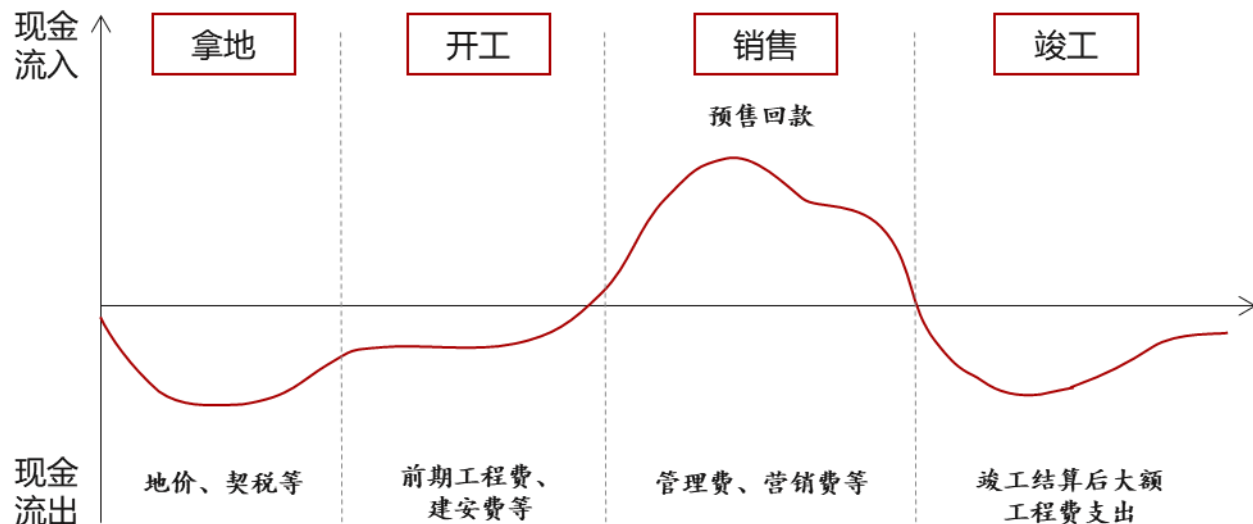
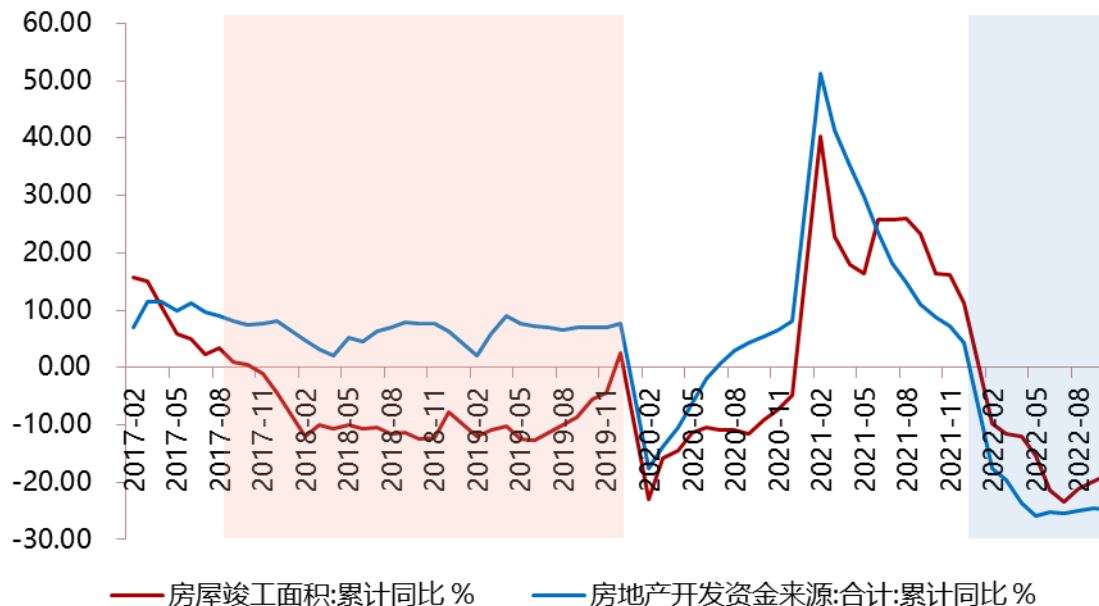
04

竣工面积预测

4.1 房地产开发项目经营性现金流特点

开发商通常延后竣工节点以缓解经营杠杆过大带来的现金流压力

- 经营性现金流特点：**房地产开发项目经营性现金流入核心为销售回款，一般采用期房预售形式，在施工期间分批开盘销售；项目经营性现金流出主要包括两部分——拿地阶段的土地购置费用集中支出和施工阶段各类工程款项逐步支出。其中，工程款主要集中于竣工结算后支出；一般情况下，工程款付款节点有正负零、主体完成1/2、封顶、竣工等阶段，前三个阶段通常工程款支付比例为15%、30%、50%，但竣工结算后该比例将达80%。因此，开发商倾向于延后竣工，通过延迟支付大额工程款来缓解现金流压力，直至销售回款足够充足后才进入竣工交付。
- 18-19年和本轮竣工面积下行原因分析：**2018-2019年期间，房地产开发资金同比始终为正，说明开发商相对有较充足的资金用以竣工交付，但支付大量工程款将造成经营杠杆压力，故开发商选择延后竣工而造成竣工面积累计同比下行。而本轮周期中，造成经营性现金流压力的核心原因来自开发资金不到位和销售回款不顺畅，故不少项目在施工阶段出现停滞，进一步拖后竣工节点，加剧竣工面积累计同比持续下行。

房地产开发项目各阶段经营现金流变化

2017-2022年全国房屋竣工面积及开发资金累计同比变化


4.2 90年代海南房地产市场修复回顾

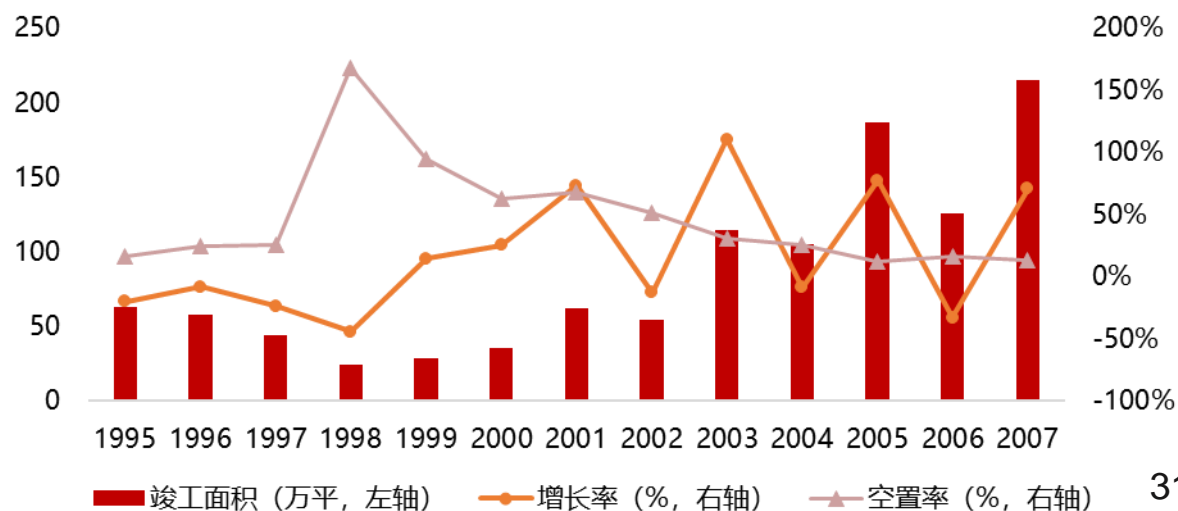
自上而下纾困政策推进海南房地产市场逐步恢复

- 海南房地产困境：**90年代初国家调控收紧进入房地产市场资金，海南房产泡沫在急剧膨胀后瞬间破灭。开发商于1993年纷纷撤离，大量的积压商品房、闲置土地和停工项目问题亟待解决。同时，烂尾楼留置、商品房积压以及投资资金沉淀进一步导致海南省经济金融陷入困境，包括银行在内的众多金融机构因大量投资房地产行业出现资金困难。1998年，亚洲金融危机加大纾困难度。
- 成立专项工作小组，出台相关纾困政策：**1999年初，海南省成立处置积压房地产工作小组，同年6月省政府联合国家四部委（建设部、财政部、国土资源部、人民银行）出台《处置海南省积压房地产试点方案》，后2002年又出台《处置海南省积压房地产补充方案》。这两份文件从积压商品房、闲置土地、停工项目三方面提出解决海南房地产困境的有效具体措施。
- 耗时八年，处置结果较理想：**2007年底，海南处置积压房地产取得阶段性成果，全省累计处理98.13%的闲置建设用地，销售或出租97.6%的积压商品房，共批准复工建设工程项目面积占原规划报建面积达98.6%。同时，海南房屋竣工面积在2002年之后出现明显回暖，2023年竣工面积同比翻倍；房屋空置率在2002年之后也从高位显著回落至30%以下。

海南处置积压房地产解决方案总结

问题	具体措施
积压商品房	暂定新项目审批，减少市场新增供应 根据市场需求再分配，福利分房、职工房、拆迁居民、科研奖励住房 鼓励各地单位买房，放松限购限贷政策
闲置土地	符合规定项目限期开发 限制土地可根据所在区位开发需求申请更改土地用途 “地票”回收土地
停工项目	可根据情况积压商品房或者限制土地办法处理 产权人可以重新提出用地申请，或交还用地 产权人没有开发能力的，可拍卖处理 产权移交海南联合资产管理公司

1995-2007年海南省房屋竣工面积及增长率、空置率

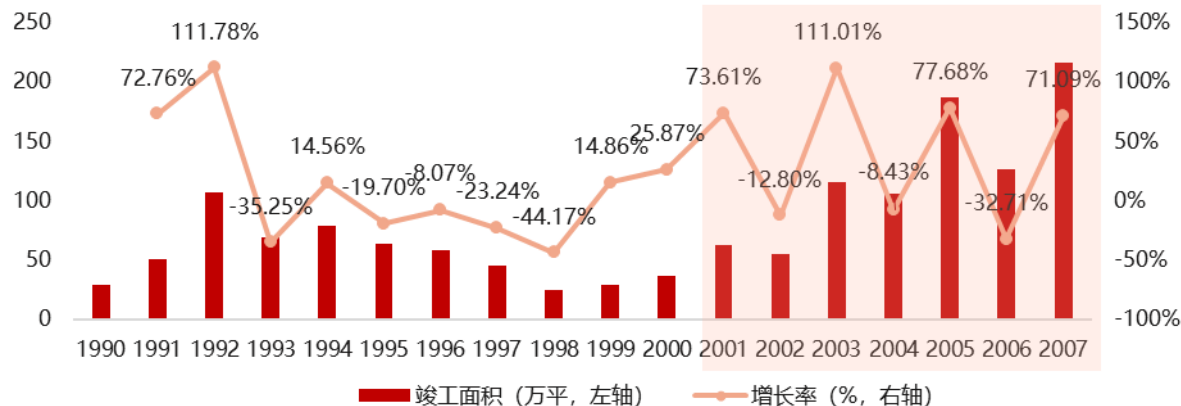


4.2 90年代海南房地产市场修复回顾

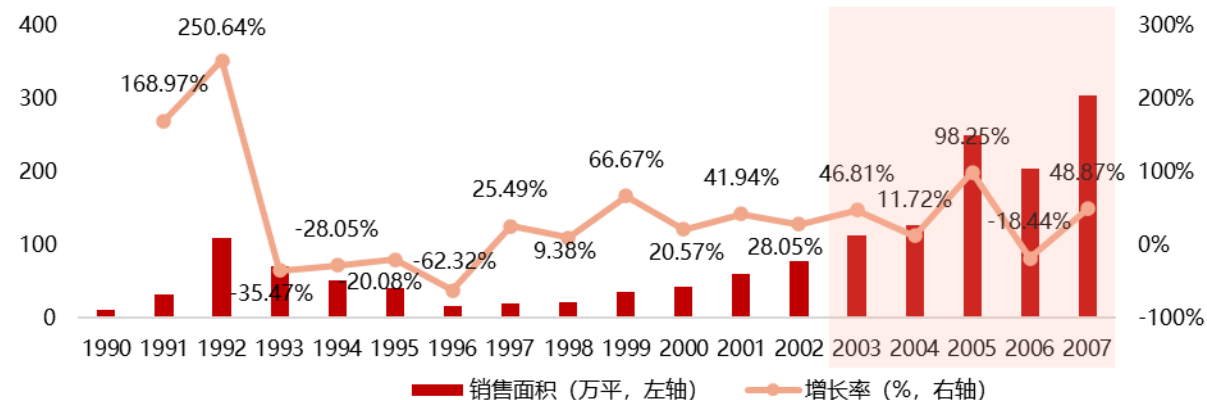
竣工面积修复带动销售和土地市场稳步恢复

- **销售和土地市场逐步复苏，较竣工复苏滞后2-5年。**随着1999年和2002年纾困政策不断推进，竣工面积于2001年起回升并率先复苏，销售面积增速于2003年和2005年分别显著增加至46.81%和98.25%；商品房平均售价在2002年后逐年增长，2010年以8735元/平方米创新高，甚至超过1993年水平。同时，土地购置费也逐年上升，2006年大幅上涨至28.28亿元，同比增长207.98%，意味着土地市场也随之复苏恢复。
- **我们认为，参考海南市场修复历程，随着当前政策持续放松会带来市场稳步恢复；对于停工问题严重的城市，全面复苏仍需要一定时间。**

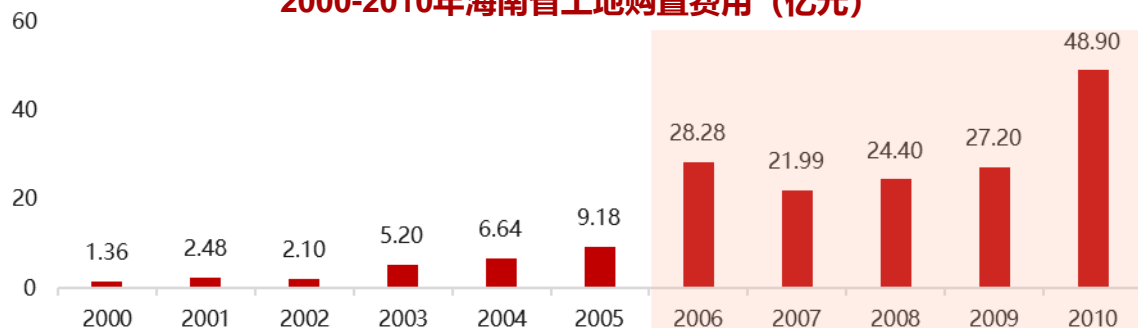
1990-2007年竣工面积和增速变化



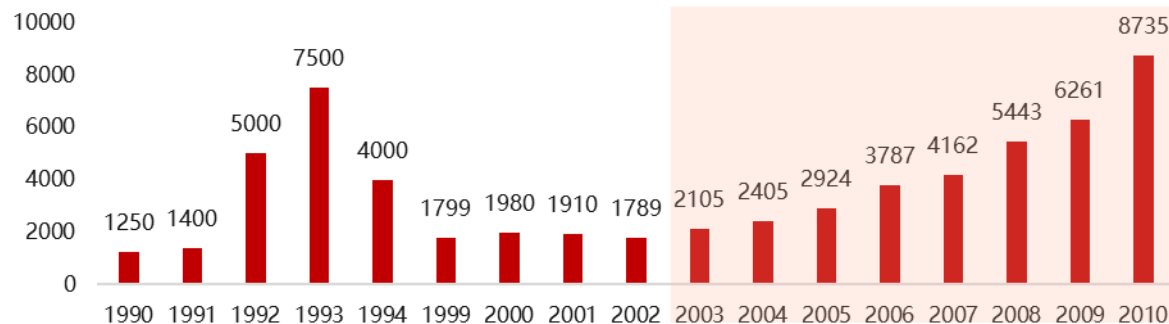
1990-2007年海南省房地产销售面积和增长率



2000-2010年海南省土地购置费用（亿元）



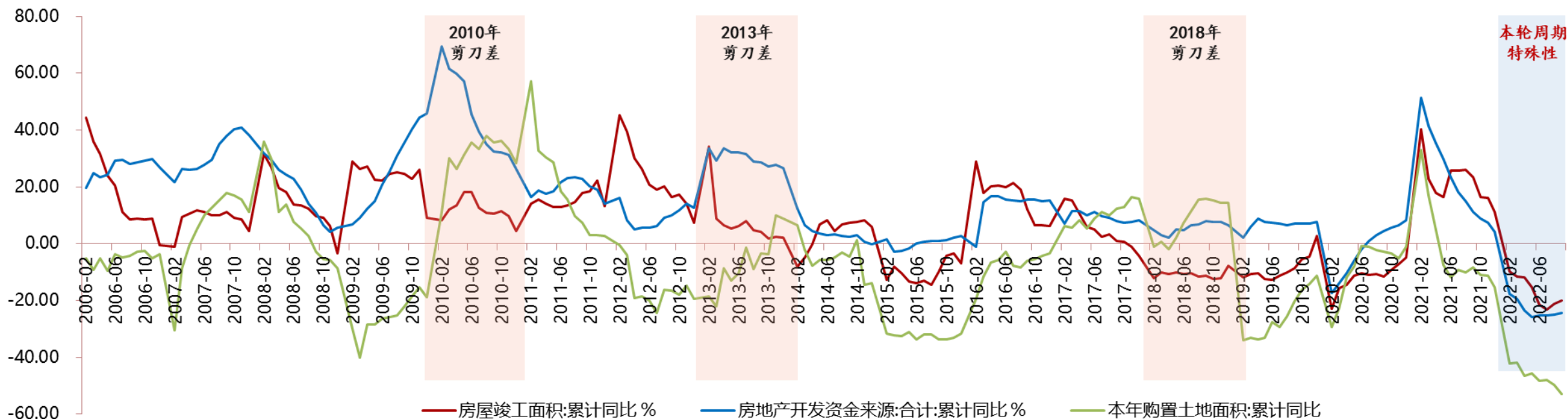
1990-2010年海南省商品房平均销售价格走势（元/平）



4.3 历史周期竣工面积修复特征及本轮周期特殊性

以往周期竣工面积与资金到位存在“剪刀差”，本轮周期资金到位后将优先“保交付”

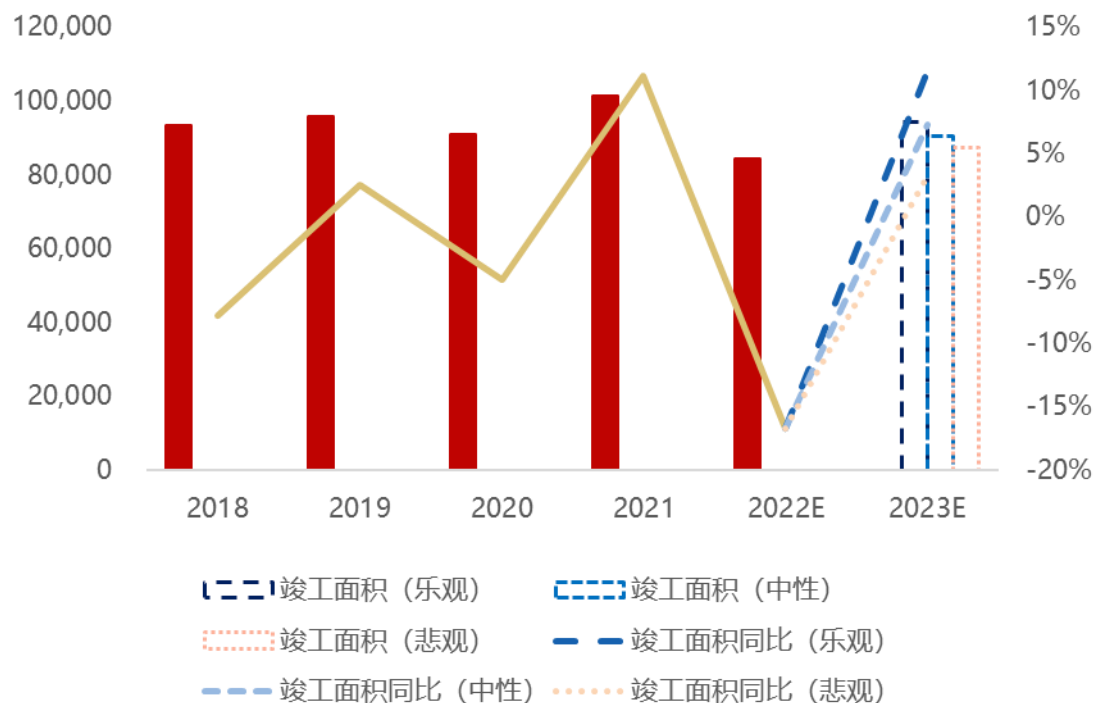
- 以往周期中，房企通常将到位资金优先用于购置土地，而非支付工程款。复盘2010年、2014年、2018年周期，随着房地产开发资金增速不断上升，房企资金大幅提升、经营杠杆减小时，房屋竣工面积增速并未随之显著提升，反而持续维持低位，形成明显“剪刀差”。而到位开发资金主要用于房企购置土地以实现积极扩张。
- 但本轮周期存在其特殊性：（1）本轮下行原因特殊：本轮周期下行源自房企资金链断裂引发的“融资困难”和“销售困难”的双重负循环；（2）市场修复疲弱：疫情反复叠加海内外宏观经济下行，市场情绪低落，修复力度仍显弱势；（3）短期偿债压力大：2023年第一季度房企债务到期压力集中。我们认为，随着政策出台落地保证开发资金到位后，本轮周期房企将优先偿还到期债务以解决短期信用危机，后受“保交付”政策压力，将资金用于工程款支付以保证项目竣工交付，同时在低基数效应影响下，明年竣工面积将企稳回升。



4.4 房地产竣工面积及增速预测

中性假设下，预计2023年全年房地产竣工面积同比+15.9%

- 截至2022年10月，房地产竣工面积为46,564万平方米，累计同比-18.7%，较上月同比降幅收窄1.2pct。考虑到保交付政策稳步推进，我们预计2022年全年房地产竣工面积为84,476平方米，同比下降16.7%。
- 针对全年竣工面积的判断，我们分三种情景假设进行讨论：中性假设下，2023年上半年竣工面积同比小幅转正，下半年增幅扩大；乐观假设下，2023年上半年起竣工面积修复较为明显；悲观假设下，2023年上半年竣工面积仍处于低位，下半年同比转正。低基数效应下，乐观、中性、悲观情形假设2023H1/H2房地产竣工面积同比增速分别为+10%/+25%、+8%/+20%、+6%/+15%。



	时间	情景假设1	情景假设2	情景假设3
		乐观	中性	悲观
竣工面积 半年度 同比 (%)	2022H1	-21.5%	-21.5%	-21.5%
	2022M7-10	-13.8%	-13.8%	-13.8%
	2022H2 E	-14.0%	-14.0%	-14.0%
	2023H1 E	10%	8%	6%
	2023H2 E	25%	20%	15%

	竣工面积 (亿平方米)			竣工面积: 同比		
2018	93,550			-7.8%		
2019	95,942			2.6%		
2020	91,218			-4.9%		
2021	101,412			11.2%		
2022M1-10	46,564			-18.7%		
2022E	84,476			-16.7%		
2023E	乐观	中性	悲观	乐观	中性	悲观
	101,300	97,935	94,570	19.9%	15.9%	11.9%

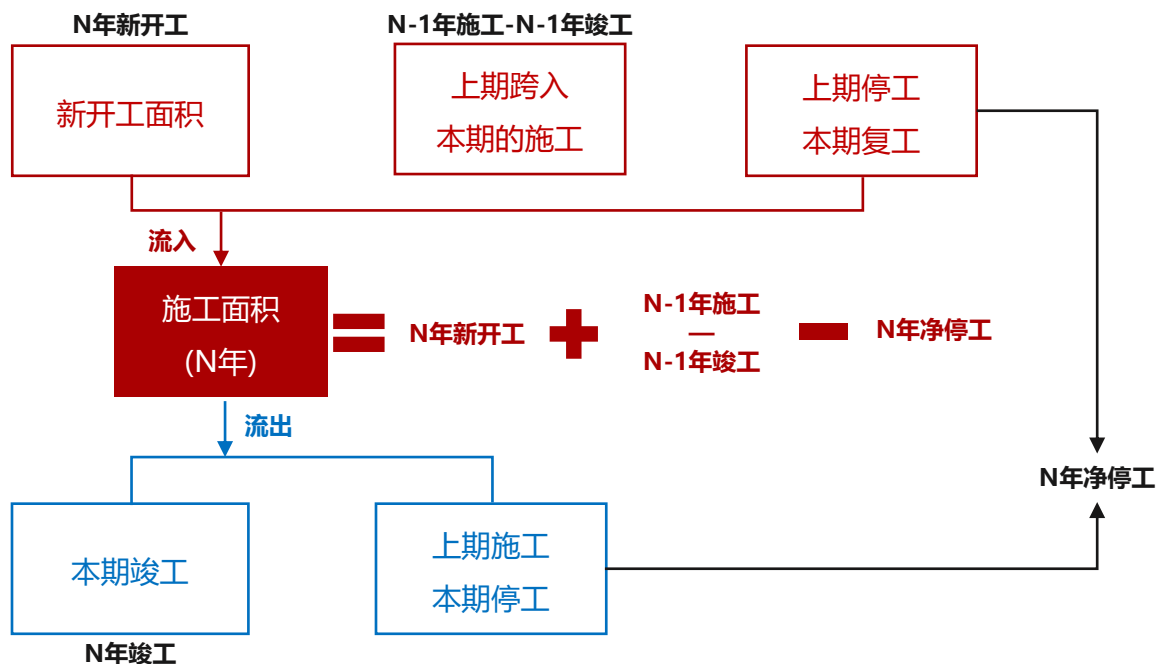
05

开发投资完成额预测

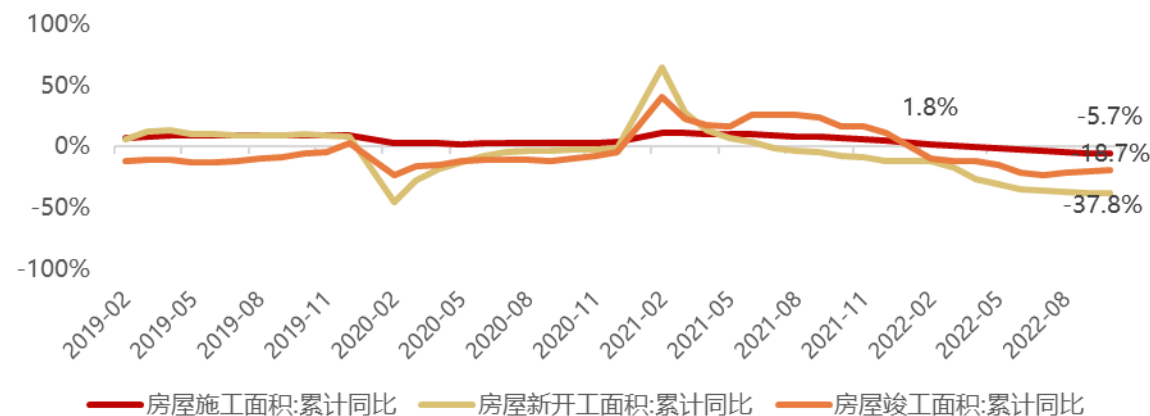
5.1 施工面积预测

新开工面积下滑拖累施工面积，中性假设下，2023年预计施工面积同比-3.6%

- 施工面积主要受到新开工面积、竣工面积及资金状况影响。施工面积体量较大，所以施工面积的同比增速变化相对比较平稳，很少出现大起大落的现象。2022年7月，全国爆发“停工断贷”潮，随后9月相继推出保交楼相关政策。我们认为在“保交楼”政策不断落实的情况下，全国范围内停工项目基本实现全面复工，施工面积增速会有修复。2022年1-10月新开工面积同比保持下降趋势，竣工面积于2022年7月“保交楼”政策实施以来，同比降幅逐渐收窄，施工面积同比增速从2022年2月+1.8%下降到2022年10月-5.7%。
- 展望2023年，我们认为“保交楼”资金逐渐落位和房企资金面持续改善会推动房企竣工面积增速率先企稳；与此同时，新开工面积受约束同比增速下降，这相当于放缓了流入而加快了流出。我们认为施工面积预计会保持小幅回落的趋势，中性假设情况下，2023年施工面积同比-3.6%。



2019-2022年10月施工面积、新开工面积、竣工面积累计同比



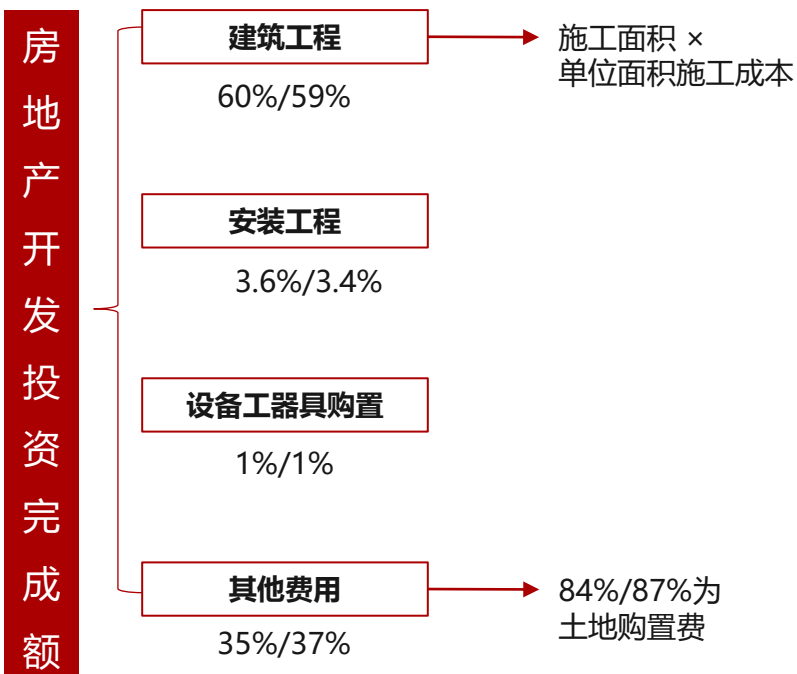
年份	施工面积 (万平)	同比增速 (%)	新开工面积 (万平)	同比增速 (%)	竣工面积 (万平)	同比增速 (%)
2022E	924219	-5.2%	109294	-36.8%	84476	-16.7%
2023E	中性	-3.6%	106885	-15.0%	97935	19.9%
	乐观	-3.2%	110657	-12.0%	101300	15.9%
	悲观	-4.1%	103112	-18.0%	94570	11.9%

5.2 开发投资完成额预测

中性假设下，预计房地产开发投资完成额全年同比-6.1%

- 房地产开发投资完成额由建筑工程、安装工程、设备工器购置，和以土地购置费为主的其他费用构成，其中，建筑工程占比约6成，其他费用占比约36%。安装工程、设备工程、其他费用-土地购置费占比小于5%。
- 综上所述，我们认为2023年土地购置费增速继续下探、施工面积受到新开工拖累保持下降的趋势，将带动地产开发投资中主要构成部分其他费用和建筑工程增速收窄。中性假设下，我们预计2023年房地产开发投资完成额约12.6万亿元，同比下降6.1%。

2021/20221-10占比

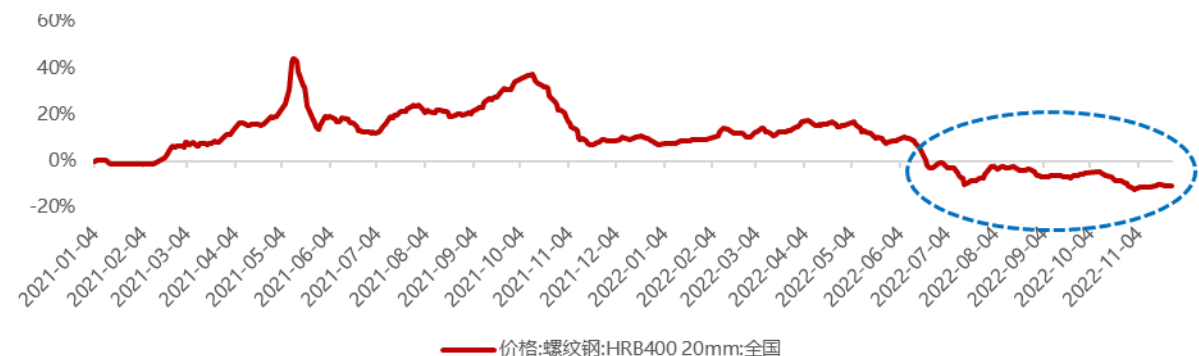
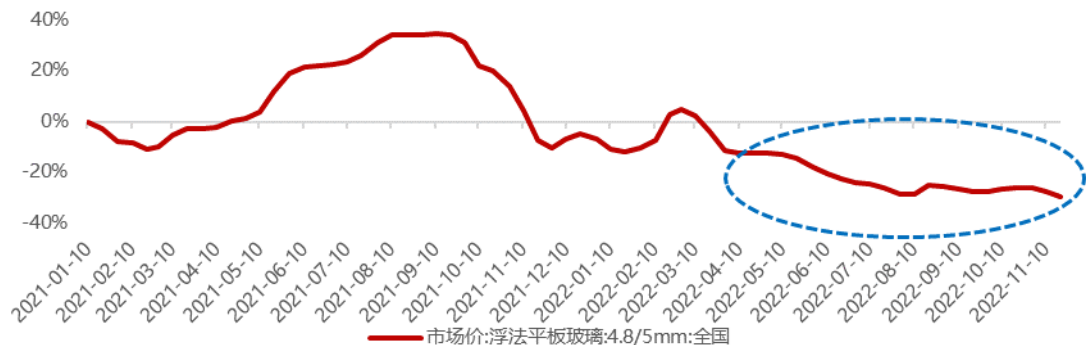
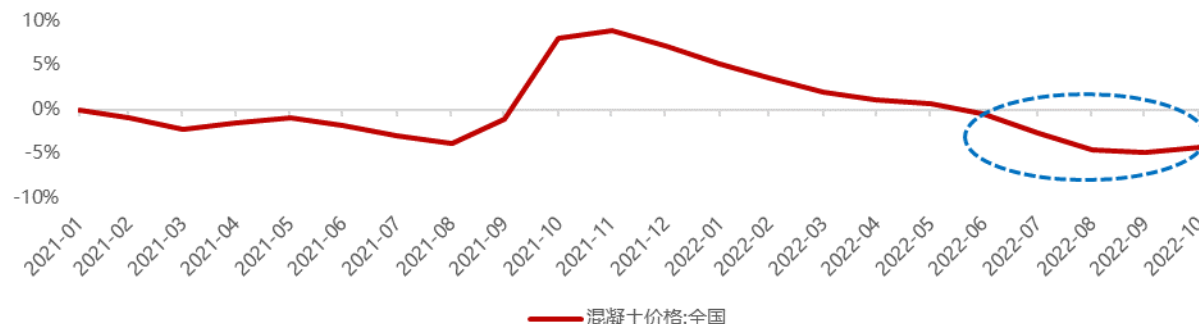
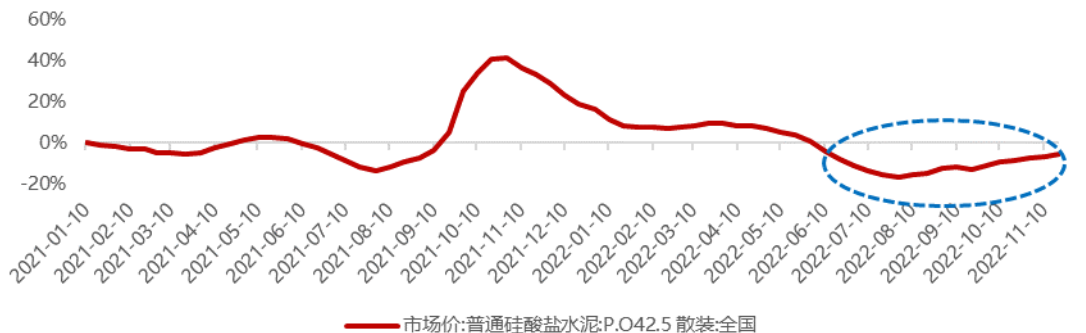


年份	①房地产开发投资完成额 亿元	建筑工程			⑤安装工程 亿元	⑥设备工器购置 亿元	其他费用			
		②建筑工程金额 亿元	③施工面积 万平	④单位施工成本 元/平			⑦其他费用合计 亿元	⑧土地购置费 亿元	其他费用-土地购置费 亿元	
同比	①=②+⑤+⑥+⑦	②=③*④					⑦=⑧+⑨			
2021年	4.4%	8.6%	5.2%	3.1%	-8.8%	-7.8%	-0.4%	-2.1%	9.3%	
2022年1-10月	-8.8%	-9.3%	-5.7%	-3.8%	-11.5%	-3.7%	-7.8%	-5.7%	-19.8%	
2022E	-8.9%	-8.8%	-5.2%	-3.8%	-12.0%	-4.0%	-8.8%	-7.0%	-18.0%	
2023E	中性	-6.1%	-3.6%	-3.6%	0.0%	-10.0%	-3.0%	-10.0%	-10.0%	
	乐观	-4.1%	-2.3%	-3.2%	1.0%	-8.0%	-2.0%	-7.0%	-7.0%	
	悲观	-8.1%	-5.0%	-4.1%	-1.0%	-12.0%	-4.0%	-13.0%	-13.0%	
金额										
2021	147602	88910	975387	912	5336	1331	52025	43505	8520	
2022年1-10月	113945	66905	888894	753	3891	1020	42130	36653	5477	
2022E	134464	81045	924219	877	4696	1278	47446	40459	6986	
2023E	中性	126257	78091	890531	877	4226	1239	42701	36413	6288
	乐观	128903	79206	894303	886	4320	1252	44125	37627	6497
	悲观	123619	76982	886758	868	4132	1227	41278	35200	6078

5.3 开发投资完成额敏感性分析

原材料成本变动是影响开发投资额的重要因素

- 2022年1-10月房地产开发投资完成额为-8.9%，除受到土地购置费、施工面积下降影响因素外，亦受到当前房地产行业利润摊薄，部分房企重视成本优化，在成本选材等方面缩减开支。同时，与上游原材料成本的下降带动施工成本下降有一定关联。
- 我们对单位施工面积成本对房地产开发投资完成额的影响做相应敏感性分析，当单位施工面积成本在-10%至10%区间波动时，房地产开发投资完成额同比增速在-11.9%至-0.3%区间波动。



单位施工面积成本

	-10%	-8%	-5%	-2%	0%	2%	5%	8%	10%
房地产开发投资完成额	118448	120010	122353	124696	126257	127819	130162	132505	134067
yoy	-11.9%	-10.7%	-9.0%	-7.3%	-6.1%	-4.9%	-3.2%	-1.5%	-0.3%

06

房地产行业年度策略

6.1 房地产开发板块

政策利好受益分化，未来竞争格局优化

- 截止至2022年11月，华润置地、保利发展、滨江集团凭借在市场拿地力度相对较强，新增货值的市占率显著大于销售市占率，销售市占率提升潜力在样本房企中排名前三。滨江集团市占率提升排名第三，是为数不多的2022年能够积极补充土储的民营企业。我们认为房企当前土地资料仍然是房企重要的生产要素，能够决定房企未来2-3年的开发和销售。对于房企而言拿地决定未来销售，新增货值的市占率和销售市占率的差值可以大概预测未来房企销售市占率的提升空间。
- Q4融资政策利好优先央企和未出险民企，政策利好分化，助力后续行业格局优化的形成。

	全口径销售金额排名			全口径销售金额市占率			新增货值排名			新增货值市占率			市占率提升空间预估
	2021.1-11	2022.1-11	同比变化	2021.1-11	2022.1-11	同比变化	2021.1-11	2022.1-11	同比变化	2021.1-11	2022.1-11	同比变化	
华润置地	8	5	3	1.7%	2.1%	0.4%	6	2	4	4.6%	7.3%	2.7%	5.2%
保利发展	4	2	2	3.1%	3.3%	0.3%	3	1	2	6.2%	7.3%	1.1%	3.9%
滨江集团	21	13	8	1.0%	1.1%	0.2%	22	5	17	1.8%	4.9%	3.2%	3.8%
中海地产	6	4	2	2.0%	2.2%	0.1%	4	3	1	5.8%	5.7%	-0.1%	3.6%
招商蛇口	7	6	1	1.7%	2.1%	0.3%	9	6	3	3.8%	4.6%	0.8%	2.5%
越秀地产	39	18	21	0.6%	0.9%	0.3%	12	8	4	2.9%	3.1%	0.2%	2.3%
万科地产	2	3	-1	3.6%	3.1%	-0.4%	2	4	-2	6.6%	5.1%	-1.5%	1.9%
绿城中国	13	8	5	1.5%	1.6%	0.1%	5	7	-2	4.8%	3.3%	-1.5%	1.7%
建发房产	23	11	12	0.9%	1.2%	0.3%	16	10	6	2.4%	2.6%	0.2%	1.4%
华发股份	35	19	16	0.6%	0.9%	0.2%	100	15	85	0.4%	2.1%	1.7%	1.2%
龙湖集团	12	9	3	1.5%	1.5%	0.0%	7	13	-6	4.5%	2.1%	-2.3%	0.6%
中国金茂	15	12	3	1.3%	1.1%	-0.2%	11	16	-5	3.1%	1.6%	-1.5%	0.4%
旭辉集团	14	15	-1	1.4%	1.0%	-0.4%	15	45	-30	2.6%	0.6%	-2.1%	-0.4%
金地集团	10	7	3	1.6%	1.7%	0.1%	14	49	-35	2.7%	0.5%	-2.2%	-1.2%
碧桂园	1	1	0	4.5%	3.7%	-0.8%	1	41	-40	9.8%	0.6%	-9.2%	-3.1%
绿地控股	9	14	-5	1.6%	1.0%	-0.7%	20	-	-	1.9%	-	-	-
新城控股	16	16	0	1.3%	0.9%	-0.4%	8	-	-	3.9%	-	-	-
美的置业	26	23	3	0.8%	0.6%	-0.2%	38	-	-	1.1%	-	-	-
远洋集团	28	20	8	0.7%	0.7%	0.0%	34	-	-	1.2%	-	-	-

6.1 房地产开发板块

2022Q4-2023Q1行业潜在风险仍在

①2023年Q1房地产企业债务到期量较高 (PPT9)

短期债务风险

销售端压力大

现金流压力

而项目区位、公司产品力等难以短期改变

为促进回款：

中长期风险：

- 房企让利给购房者、中介、合作方以换取现金流
- 长期：利润受到侵蚀，陷入增收不增利局面

- 疫情反复
- 春节前置
- 需求修复慢

继续打折促销，资产贬值

依赖渠道分销，销售费用攀升

收并购无法推进

预售监管资金置换不出来

②保交付推进，市场库存需消化，城市修复二八分

中期去化风险

预期2023年保交楼力度升级

表：2022年上半年全国50城烂尾楼规模及烂尾率（万²）

一二线	烂尾面积	烂尾率	三四线	烂尾面积	烂尾率
昆明	350	10%	南通	120	11%
郑州	440	9%	启东	60	10%
福州	122	8%	绍兴	75	9%
天津	435	8%	廊坊	45	7%
重庆	698	8%	岳阳	61	7%
合肥	233	7%	湖州	140	6%
济南	209	7%	上饶	33	6%
南昌	92	6%	洛阳	58	5%
南宁	221	6%	六安	44	5%
苏州	187	5%	徐州	273	5%
太原	103	5%	金华	35	5%
武汉	381	5%	惠州	246	4%
青岛	298	5%	泉州	43	4%
长沙	357	5%	太仓	21	4%
沈阳	264	5%	池州	10	4%
西安	223	5%	资阳	15	3%
南京	171	4%	佛山	165	3%
杭州	202	3%	清远	83	3%
成都	162	3%	芜湖	35	3%
厦门	22	3%	淄博	36	2%
北京	56	2%	烟台	38	2%
广州	81	2%	东莞	42	2%
上海	64	2%	衡阳	16	1%
深圳	19	1%	三亚	4	1%
25城	5445	5%	25城	1706	4%

资料来源：易居研究院，浙商证券；数据截止至2022年7月16日

6.1 房地产开发板块

坚守两条投资主线，优选高信用龙头和确定性强的区域小而美

- 我们预计2023年行业基本面筑底修复，修复力度大概率小于2008年和2014年，购买潜力不同、政策和需求利好分化态势明显，利好偏向央国企和区域型稳健的小而美公司。2023年行业进入修复期，公司K型分化更加显著，主要利好两类公司：
- 1) 综合能力最优的龙头公司，销售恢复具备弹性，重点推荐：A股 - 保利发展、招商蛇口、万科A和金地集团；H股 - 中国海外发展、华润置地、绿城中国。
- 2) 优质区域具备率先修复的预期，区域聚焦且基本面扎实的小而美企业具备销售率先复苏的潜力，重点推荐：A股 - 滨江集团、华发股份、天健集团、建发股份；H股 - 越秀地产。

		市值	年初收盘价	最新收盘价	年内累计涨幅	每股收益 (元每股)				PE (倍)				PB	ROIC	
A股房企		(亿元)	(元)	(元)	(%)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		2021	
龙头	招商蛇口	001979.SZ	1,160	13.34	14.99	12.4%	1.16	1.23	1.38	1.55	12.92	12.22	10.88	9.67	1.41	3.77
	保利发展	600048.SH	1,984	15.63	16.57	6.0%	2.29	2.35	2.51	2.76	7.24	7.04	6.59	6.01	1.09	6.56
	万科A	000002.SZ	2,122	19.76	19.00	-3.8%	1.94	2.09	2.25	2.43	9.79	9.09	8.44	7.81	0.92	6.44
	金地集团	600383.SH	531	12.97	11.76	-9.3%	2.08	2.12	2.26	2.40	5.65	5.55	5.20	4.90	0.83	6.11
	平均										8.90	8.48	7.78	7.10	1.06	5.72
区域小而美	天健集团	000090.SZ	115	5.87	6.14	4.6%	0.96	1.22	1.42	1.63	6.39	5.05	4.33	3.78	1.14	7.32
	华发股份	600325.SH	231	6.02	10.90	81.1%	1.34	1.63	1.75	1.92	8.13	6.70	6.21	5.69	1.33	2.25
	建发股份	600153.SH	459	9.07	15.29	68.6%	2.07	2.18	2.52	2.83	7.39	7.01	6.07	5.40	1.06	5.63
	滨江集团	002244.SZ	335	4.66	10.76	130.9%	0.97	1.20	1.41	1.64	11.09	8.98	7.65	6.55	1.53	7.09
	平均										8.25	6.94	6.07	5.36	1.26	5.57
H股房企		亿港元	港元	港元		元										
龙头	华润置地	1109.HK	2,417	32.80	33.90	3.4%	4.54	4.67	5.15	5.78	6.05	5.87	5.33	4.75	0.94	8.21
	中国海外发展	0688.HK	2,238	18.46	20.45	10.8%	3.67	3.64	3.82	4.14	4.51	4.55	4.34	4.00	0.54	7.37
	绿城中国	3900.HK	324	12.56	12.78	1.8%	1.31	2.07	2.55	2.91	7.90	5.00	4.06	3.56	0.78	2.69
	平均										6.15	5.14	4.58	4.10	0.75	6.09
区域小而美	越秀地产	0123.HK	300	6.87	9.69	41.0%	1.16	1.32	1.48	1.71	6.77	5.96	5.31	4.59	0.55	3.08

数据来源：Wind，浙商证券研究所；时间截止至2022年11月29日。

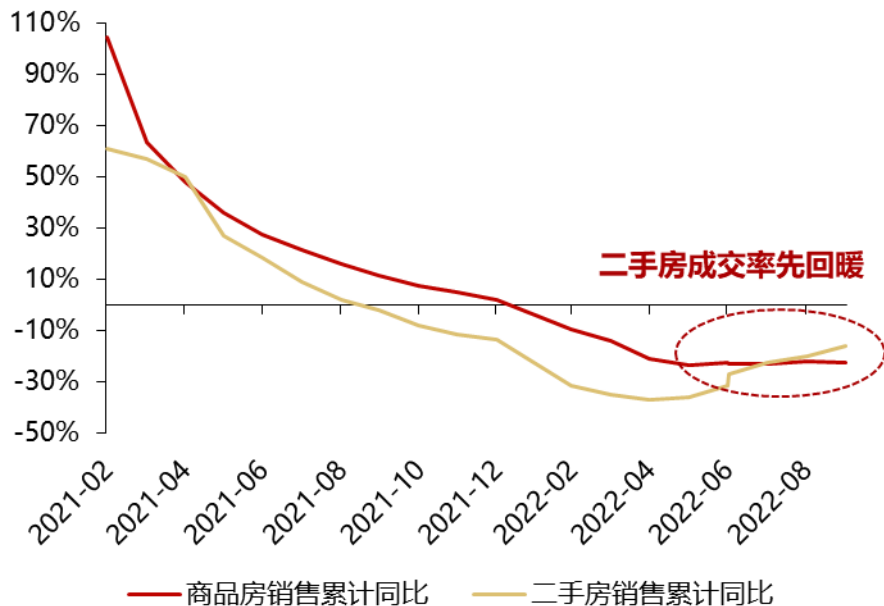
6.2 二手房板块

2023年重视存量房市场龙头标的爆发机会

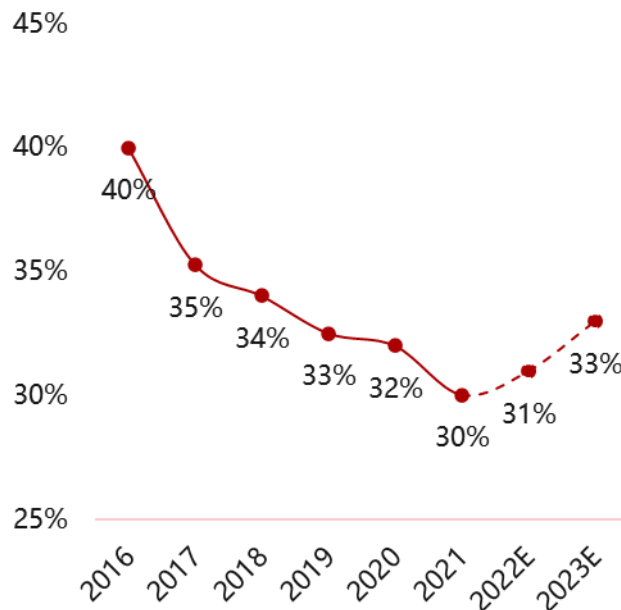
三层逻辑助力中介龙头在2023年有优异表现

- 【短期】二手房承接追求确定性的客户群体购房需求，地产基本面修复中介交易回暖弹性大。①二手房具有“即买即住”的确定性，能够满足追求购房安全性的客户需求。2022年7月出现停工问题之后，二手房成交面积增速率先出现回暖。②二手房和新房联动效应强，市场回暖时通常二手房市场率先反映，随后传导至新房，对于既做二手房交易也做新房交易的中介公司而言，市场回暖推升交易量，中介公司的收入和利润弹性更强。
- 【中期】房企拿地能力修复仍需时间，供货方面存量房市场接过接力棒。2021-2022年全国土地市场成交下行，2023年我们预计土地市场难回暖。三年土地市场成交量较低可能使得后续核心城市新房推出货值难以满足需求修复。由此来看，我们认为2023年新房未满足的供应缺口会由存量市场填补。
- 【长期】十年以上维度来看，存量市场稳增长可期。参考发达国家成熟市场，当城镇化率进入高位，存量市场成交额总量超过新房大势所趋，存量房市场赛道空间广阔。

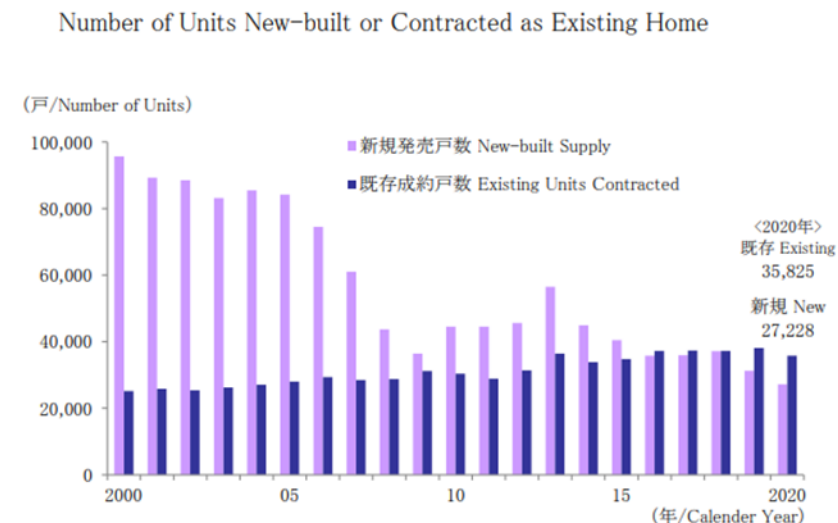
全国新房销售面积及18城二手房销售面积累计同比 (%)



全国二手房销售额GMV占比 (%)



2000-2020年日本新房和二手房成交套数



6.2 二手房中介



贝壳 (BEKE.N, 2423.HK)

公司简介：成立于2001年，是中国最大的线上线下一体化房屋交易和服务平台，致力于为消费者提供更高效率的二手房和新房交易、房屋租赁、家装家居等房产交易服务。

业务	2021GTV	2021收入
存量房	2万亿元	319亿元
新房业务	1.6万亿元	465亿元
新兴业务	1866亿元	23亿元

贝壳营业收入

$$\text{新房业务营收} = \text{全国新房GTV} \times \text{贝壳新房业务市占率} \times \text{佣金费用率}$$

贝壳新房GTV

$$\text{存量房业务营收} = \text{全国二手房+租赁GTV} \times \text{贝壳存量房业务市占率} \times \text{佣金费用率}$$

贝壳存量GTV

$$\text{新兴业务营收} = \text{全国新兴业务GTV} \times \text{贝壳新兴业务市占率} \times \text{佣金费用率}$$

贝壳新兴业务GTV

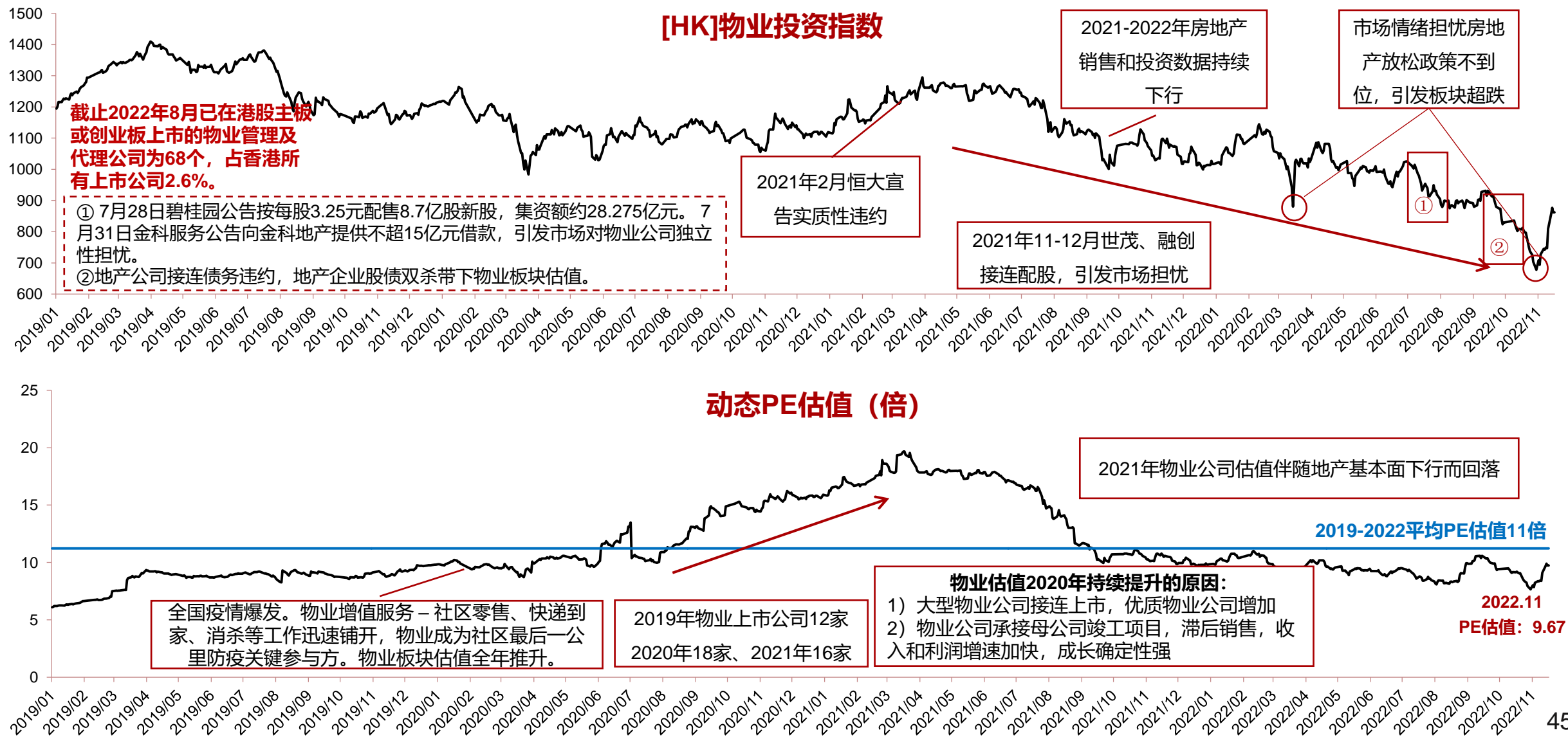
贝壳核心投资逻辑：规模、独特、长期赛道

1. 公司市占率远超其余经济公司，规模壁垒高：2021年公司全部业务GTV占中国居住行业总GTV约9.7%。2021年前五大房产经纪公司市场份额合计约14.6%。截止2021年末贝壳平台拥有45.4万名经纪人，2017-2021年期间年均复合增速达39%。规模效应可带来直营门店佣金费率和加盟费率的提升。

2. ACN模式有独特竞争优势：2021年公司存量房业务和新房业务中，非链家品牌贡献了64.3%的GTV。ACN模式可促进1) 跨品牌合作，推动良性竞争；2) 房源信息共享，促进资源整合；3) 激励经纪人提供高质量服务，增强客户粘性。

3. 家装和存量房交易协同效应强，有望成为第二增长曲线：2021年贝壳提出以房产交易服务为主体，依托行业领先的标准化和数字化实力，横向拓展家装业务和租赁业务，形成公司发展的“两翼”。家装行业市场空间较大，市占率集中度低。贝壳存量房交易和家装协同强，获客成本低，有机会快速打开市场局面。

6.3 物业板块



6.3 物业板块

样本物业公司市值、PE估值和业绩增速对比

高市值物业公司有估值溢价：以2021PEG为例，样本物企中市值排名前1/3的2021PEG为1.04，中1/3的2021PEG为0.85，后1/3的2021PEG为0.47（剔除彩生活和中奥到家）

	2020/1/23	2021/3/31	2021/7/31	2021归母净利润 增速	2021PEG	2022/11/18	2022-2024E复合 归母净利润增速	2022PEG
	PE估值 (倍)	PE估值 (倍)	PE估值 (倍)	(%)	2021PE/2021归 母净利润增速	PE估值 (倍)	(%)	2022PE/2022- 24归母净利润增 速
华润万象生活	-	108.8	110.5	111%	1.00	34.1	28%	1.23
碧桂园服务	51.2	73.7	63.7	50%	1.27	11.5	26%	0.44
中海物业	37.9	34.1	34.1	41%	0.84	23.3	31%	0.75
保利物业	61.5	37.3	30.3	26%	1.19	20.1	27%	0.75
绿城服务	44.8	45.2	32.5	19%	1.70	21.3	25%	0.86
雅生活服务	33.7	22.1	20.2	32%	0.64	5.1	22%	0.23
金科服务	-	61.7	46.2	71%	0.65	8.1	22%	0.36
融创服务	-	106.5	91.3	112%	0.81	-66.6	-	-
旭辉永升服务	60.3	70.4	55.8	58%	0.96	9.1	30%	0.31
新城悦服务	47.3	38.6	28.7	16%	1.78	11.9	36%	0.33
世茂服务	-	49.2	51.7	60%	0.86	7.1	61%	0.12
建发物业	-	28.9	42.9	50%	0.86	20.9	36%	0.58
越秀服务	-	-	26.1	81%	0.32	9.6	39%	0.24
卓越商企服务	-	29.2	20.3	57%	0.36	5.9	21%	0.29
金茂服务	-	-	-	131%	-	-	38%	-
合景悠活	-	41.5	39.1	109%	0.36	4.2	-	-
宝龙商业	35.9	45.8	40.3	44%	0.92	5.3	19%	0.27
远洋服务	-	19.4	19.7	70%	0.28	5.6	35%	0.16
和泓服务	52.2	25.3	36.5	53%	0.69	18.7	-	-
滨江服务	28.5	21.0	28.6	47%	0.61	49.0	34%	1.44
金融街物业	-	14.5	12.4	32%	0.39	6.5	15%	0.43
彩生活	9.7	8.3	6.3	1%	9.91	1.5	6%	0.26
中奥到家	3.8	4.8	3.9	-19%	-0.20	2.8	-	-
平均值					1.14			0.41

资料来源：Wind，浙商证券研究所

6.3 物业板块

结合公司基本面情况和股价增长潜力，我们认为物业公司投资可以分为两层

- 1) 短期地产基本面企稳，民企违约风险解除，带来民企物业估值修复：重点推荐碧桂园服务、旭辉永升服务；
- 2) 以稳健为主，分享公司稳定收入和利润增速，获得EPS增长收益：中海物业、保利物业。

企业性质		规模增长潜力		业务独立性		盈利能力稳定性				现金充裕程度		关联公司安全情况		综合得分 【从高到低排序】	估值		
		2022H1合约/在管比值 (倍)	分值	2022H1第三方在管面积占比 (%)	分值	2021毛利率 (%)	2022H1毛利率 (%)	变动幅度 (pct)	分值	2022H1货币资金 (百万元)	分值	关联公司是否违约或展期	分值		2022PE	2022PEG	PEG回归对应成长区间
央国企	保利物业	1.4	5	62%	9	18.70%	20.20%	1.5	9	5224	8	否	10	41	19.5	0.72	38%
	华润万象生活	1.32	4	59%	8	31.10%	31.70%	0.6	6	12852	9	否	10	37	36.8	1.32	-
	建发物业	2.16	9	56%	7	25.00%	25.60%	0.6	5	1957	2	否	10	33	19.3	0.54	48%
	金茂服务	1.53	8	39%	4	31.00%	32.50%	1.4	8	1044	1	否	10	31	7.4	0.20	155%
	越秀服务	1.44	6	55%	6	35.00%	31.70%	-3.3	1	4150	7	否	10	30	7.3	0.19	167%
	绿城服务	1.05	3	-	2	18.50%	19.20%	0.7	7	3914	6	否	10	28	15.2	0.39	160%
	远洋服务	1.53	7	42%	5	27.80%	26.80%	-1	3	2474	3	否	10	28	5.2	0.21	139%
	中海物业	-	2	31%	3	17.40%	15.10%	-2.3	2	3558	5	否	10	22	26.4	0.75	34%
	招商积余	-	2	-	2	13.80%	12.70%	-1	4	2624	4	否	10	22	31.3	2.54	-
民企	碧桂园服务	1.91	8	59%	4	30.70%	26.90%	-3.9	3	8816	8	否	10	33	10.2	0.39	155%
	雅生活服务	1.34	2	83%	6	27.50%	26.90%	-0.5	7	3997	7	否	10	32	5.1	0.24	155%
	新城悦服务	1.72	7	51%	2	30.80%	29.00%	-1.8	5	1831	3	否	10	27	9.4	0.47	91%
	滨江服务	1.62	6	52%	3	32.10%	31.50%	-0.6	6	1162	1	否	10	26	10.4	0.31	63%
	旭辉永升服务	1.4	3	83%	7	27.60%	25.70%	-1.9	4	3854	5	是*	0	19	8.4	0.28	252%
	宝龙商业	1.59	5	-	2	33.40%	34.00%	0.6	8	3625	4	是	0	19	5	0.26	94%
	金科服务	1.49	4	64%	5	30.90%	26.50%	-4.5	2	3936	6	是	0	17	8.4	0.37	114%
	合景悠活	1.33	1	88%	8	37.70%	30.10%	-7.5	1	1520	2	是	0	12	3.8	0.35	45%

资料来源：Wind，物业公司中报，浙商证券研究所；PE估值数据截止2022年11月18日；注：雅生活服务2021PEG0.6，我们在此假设回归到0.6PEG

*旭辉集团因评级机构下调评级导致部分融资触发提前兑付条款

风险提示

- 1) 全国新增疫情病例变化，各地疫情管控有无实质改变
- 2) 房地产开发到位资金中国内贷款同比增速是否有好转
- 3) 11月和银行签订战略合作协议的房企后续是否在融资上有实质进展

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>