

## 底部涅槃，曙光渐进

### ——房地产行业 2023 年度投资策略

#### 核心观点：

- **基本面：修复受阻，低位波动，蓄力上升。** 2022 年基本面趋势下行，销售、投资处于历史低位，2023 年销售预计处于“U”型的底部抬升阶段，竣工修复具备确定性，投资修复较为艰难，需要以时间换空间。2022 年土地市场热度已至低谷，22 城全年供地计划完成率不足五成，重点城市溢价 1% 以下或底价成交的地块占到四分之三。2022 年第三批供地央国企拿地渐显乏力，地方城投拿地比重提升至 53%。在分化和修复的预期下，预计 2023 年一二线城市房价基本稳定，三四线城市微幅下行。当前首套房、二套房贷款利率较去年高点下降 100bp 以上，据我们测算首套房贷利率最低有望达到 3.7%。
- **政策面：供需两侧强势托底，博弈逻辑下持续宽松。** 2023 年政策环境依旧以宽松为主，政策的发力程度依旧是博弈逻辑，关注两个主要变化，销售及行业风险。预计房贷利率继续下行；需求侧政策工具箱里工具逐步释放，可以期待一线城市修改“认房认贷”规则、热点二线城市放开“四限”等；供给侧全渠道信贷空间打开，为“保教楼”和信用恢复提供持续资金支持。当前周期与以往相比，依旧有一定的宽松空间。
- **资金面：房企资金恶化程度趋于见底，政策支持下有望平稳度过偿债高峰。** 2021 年以来，在三道红线、贷款集中管理制度、预售资金监管趋严等调控下，流动性急剧收缩，房企资金呈现以下特征：1) 经营现金流与融资现金流双双恶化，融资及经营资金占比分别为 49.8%、50.2%，体量相当，上轮周期中融资资金占比达到六成；2) 房地产贷款增速持续下行，房地产行业信贷占比明显下降；3) 房企非银融资在十月首次同比转正，其中 ABS 融资及信用债占比超九成，无新发海外债。行业在 23 年上半年迎来偿债高峰，在信贷端政策不断支持下有望平稳度过。行业供给侧出清仍在进行中，这个阶段对于积极拿地的房企是一个拿地利润率和市占率双提升的好机会。
- **2023 年核心运行数据判断。** 2023 年基本面的走势取决于政策的宽松程度，中性情境下，政策在当前宽松节奏下稳中有进、房价保持稳定、行业风险得到有效控制，销售在此环境下走上稳健的实质性复苏道路。我们预计，2023 年全国商品房销售面积同比增速 -3.2%，销售额同比增速 -2.4%，土地购置费速为 -15%，新开工面积增速为 -26%，竣工面积增速 2.3%，房地产开发投资同比增速 -9.5%。
- **投资建议：** 政策端供需两侧双管齐下有望助推销售正式迈入复苏道路，短期内看好供需两端政策共振带来的板块修复行情，中长期的机会来自于拿地利润率和市占率的提升。2023 年行业供给侧出清还未结束，格局在曲折的修复路径中不断重塑，政策并不是无差别托底，房企分化逻辑加强，未来优质的资源将不断向头部房企聚集。我们建议关注两条主线：1) 强信用、厚土储、优布局的全国性布局房企和确定性强的区域性房企：保利发展 (600048)、金地集团 (600383)、招商蛇口 (001979)、万科 A (000002)、滨江集团 (002244)、建发股份 (600153)、华发股份 (600325)；2) 母公司稳定经营的优质物管公司及受益于保租房的逆周期代建公司：招商积余 (001914)、万物云 (2602)、绿城管理控股 (9979)。

## 房地产行业

**推荐** (维持评级)

#### 分析师

王秋衡

电：(8610) 8092 7618

邮：wangqiheng\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050006

特别鸣谢 实习生 李慕尧

#### 相对沪深 300 表现图



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河地产】房地产行业\_2022 年中期策略报告之七问地产：风雪渐停盼复苏，格局分化向未来

【银河地产】行业深度报告\_房地产行业\_2022 春季投资策略：稳增长主线下，行情演绎路径逐渐清晰

【银河地产】行业深度报告\_房地产行业\_2022 年度投资策略：新旧周期切换，底部蓄能嬗变

【银河地产】行业深度报告\_房地产行业\_2021 年中期投资策略报告：管理红利下重视 a，万物管迎来黄金发展期

【银河地产】行业深度报告\_房地产行业\_乘住宅开发价值重估东风，扬经纪业务景气上行之帆——房地产行业 2020 年四季度策略

【银河地产】行业深度报告\_房地产行业\_住宅基本面持续改善，物业+园区 REITs 多元发展——房地产行业 2020 年中期策略

【银河地产】行业深度报告\_房地产行业\_2020 年年度策略报告：行业新形势，房企新业态

重点公司盈利预测及估值表

公司名称	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
		21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
保利发展	15.96	2.29	2.35	2.35	2.76	6.98	6.78	6.78	5.79
招商蛇口	14.62	1.16	1.22	1.22	1.55	10.91	12.00	12.00	9.43
金地集团	11.15	2.08	2.12	2.12	2.40	5.35	5.27	5.27	4.65
万科A	19.48	1.94	2.09	2.09	2.43	10.06	9.33	9.33	8.01
滨江集团	9.58	0.97	1.20	1.20	1.64	9.85	7.99	7.99	5.83
建发股份	14.60	2.07	2.17	2.17	2.84	7.19	6.72	6.72	5.14
华发股份	9.90	1.34	1.63	1.63	1.92	6.56	6.08	6.08	5.15
招商积余	16.57	0.48	0.62	0.62	0.97	34.26	26.84	26.84	17.07
万物云	53.00	1.65	1.68	2.25	3.10	30.62	31.48	23.53	17.10
绿城管理控股	6.20	0.29	0.36	0.46	0.58	18.03	17.19	13.58	10.77

资料来源: wind, 中国银河证券研究院 (股价日期为 2022 年 12 月 13 日)

- **风险提示:** 基本面数据恢复不及预期、需求侧政策宽松不及预期、房价超预期下行等风险。

## 目 录

<b>一、基本面：修复受阻，低位波动，蓄力上升 .....</b>	<b>1</b>
(一) 2022 年基本面趋势下行，当前处于底部走向抬升的过渡 .....	1
(二) 土地市场：热度待恢复，供地趋于灵活，国央企表现积极 .....	2
(三) 房价趋势下行，核心城市核心区域价格韧性 .....	10
(四) 首套房贷利率最低有望达到 3.7-3.9% .....	11
<b>二、政策面：供需两侧强势托底，博弈逻辑下持续宽松 .....</b>	<b>13</b>
(一) “金融 16 条”强势托底，对行业具有重大意义 .....	13
(二) 供给侧：“三箭齐发”提振信心 .....	15
(三) “重启-停滞”：房企股权融资复盘 .....	16
(四) 未来政策发展路径探索 .....	21
<b>三、资金面：房企资金恶化程度趋于见底，政策支持下有望平稳度过偿债高峰 .....</b>	<b>24</b>
(一) 融资及经营资金双双下滑，到位资金同比恶化程度趋于见底 .....	24
(二) 银行贷款占比下降，新增贷款额断崖下跌 .....	25
(三) 非银融资十月首次同比增速转正 .....	26
(四) 明年上半年迎来偿债高峰 .....	27
(五) 供给侧出清阶段，对资金充裕拿地积极的房企是机遇 .....	27
<b>四、2023 年核心运行数据判断 .....</b>	<b>28</b>
<b>五、房地产板块行情回顾 .....</b>	<b>30</b>
(一) 房地产板块 PE、PB 估值比较 .....	30
(二) 住宅及物业板块市场表现 .....	31
(三) 住宅及物管个股表现 .....	32
<b>六、投资建议 .....</b>	<b>33</b>
<b>七、风险提示 .....</b>	<b>34</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>35</b>

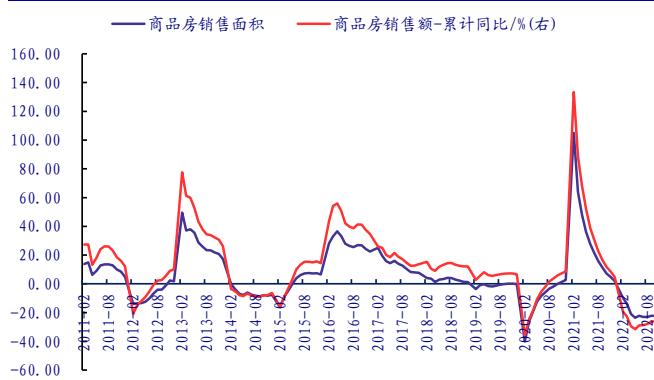
## 一、基本面：修复受阻，低位波动，蓄力上升

### (一) 2022年基本面趋势下行，当前处于底部走向抬升的过渡

#### 1、销售趋势下行，预计呈现“U”型修复

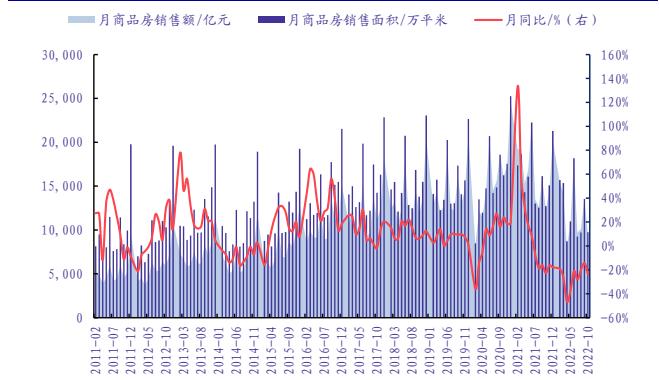
2022年商品房销售延续2021年下半年下行趋势，同比变动均为负值，虽在5月以来出现销售修复，但整体表现在谷底持续徘徊。根据统计局数据，2022年1-10月，商品房销售面积11.1亿平方米，同比下降22.3%；商品房销售金额10.9万亿元，同比下降26.1%，均达到历史上年内最大销售降幅。2022年5月以来，商品房销售金额累计同比降幅连续五个月收窄，10月同环比降幅再次扩大，主要系多地疫情反复拖累市场恢复节奏、房企债务违约事件发生以及购房者信心仍未修复。短期来看，各地政策调控节奏有望持续，政策效果或进一步显现，叠加去年同期高基数效应减弱，全国商品房销售规模同比降幅有望延续收窄态势，市场情绪或进一步修复。长期来看，多数高能级城市陆续出台房地产调控优化政策，由于房价传导机制为自上而下，所以高能级城市房价的企稳对于整个市场具有积极作用，明年销售有望在复苏道路上行稳致远。

图1：商品房销售面积及销售额累计同比



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图2：月商品房销售面积、销售额及销面同比



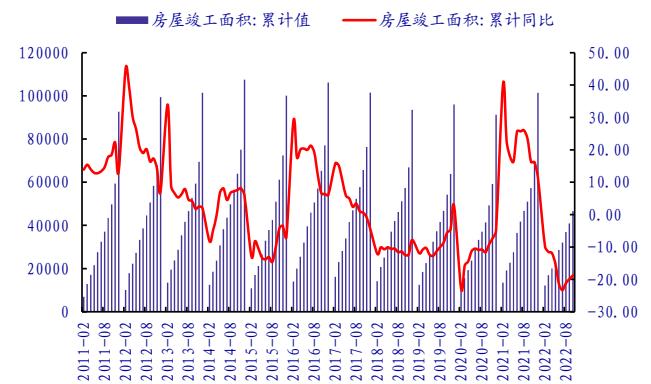
资料来源：wind，中国银河证券研究院

#### 2、开工下行趋势逐步缓解，竣工在“保交楼”指引下确定性修复

2022年在楼市风险事件频发的影响下，新开工面积和竣工面积均受到较大冲击。2022年1-10月，商品房累计新开工面积103722万平米，同比下降37.8%，自年初以来，累计新开工面积同比变动虽仍在下探，但降幅得到收窄。1-10月累计施工面积888893.8万平米，累计同比下降5.7%，继续下探，在销售回款困难、新开工低迷的影响下，施工开展受阻。累计竣工面积46564.58万平米，累计同比下降18.7%。受销售下行影响，房企受制于流动性风险和经营压力，新开工积极性不足，部分房企通过放缓或延缓部分项目的建设进度来控制支出规模，叠加疫情反复及防控需要对施工进度的影响，施工和竣工开展仍受阻。目前“保交楼”有序进行并进入实质性执行阶段，预计2023年竣工修复具备一定确定性和持续性，强度可能强于2022年。

**图 3：房屋新开工面积累计同比**


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

**图 4：房屋竣工面积累计同比**


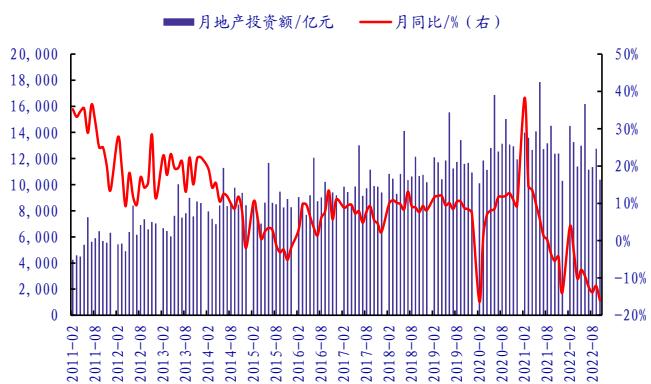
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

### 3、开发投资下台阶，修复过程较为艰难

房地产开发投资增速在 2022 年内呈现持续下滑态势，由于土地成交和施工双双下行之下，开发投资继续下台阶，短期内预计将持续处于下行趋势。房地产投资累计增速自 2022 年 4 月转负以来降幅未见收窄，2022 年 1-10 月以来，全国房地产开发投资累计 113945 亿元，增速从年初的 3.7% 一路下行至 -8.8%（1-10 月累计增速），单月增速为 -16%，创下近年来新低（剔除疫情期间奇偶值）。由于住宅销售规模大幅下跌，房企销售回款出现较大幅度的下降，为维持企业现金流的运转，部分房企采取“以收定支”“以销定投”策略，导致房地产开发投资热度不高。房地产开发投资与房企流动性、再融资、金融机构授信等症结的疏通、房企信用的修复、保交楼扎实推进以及市场情绪和购房者预期的扭转相互影响，伴随调控政策的组合拳逐步丰满，投资情况或将随行情逐步修复，但预计所需时间和传导过程均比以往更长。

**图 5：地产投资累计同比**


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

**图 6：月度地产投资及同比**


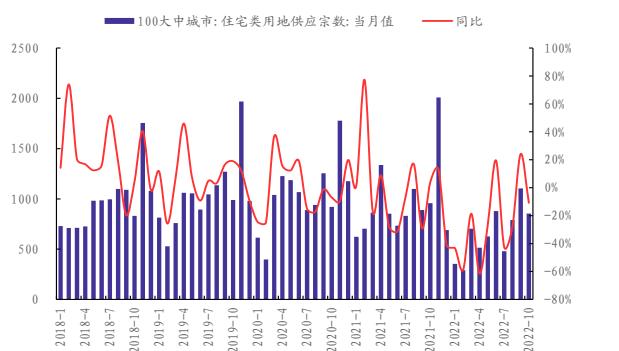
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## （二）土地市场：热度待恢复，供地趋于灵活，国央企表现积极

### 1、供应成交齐下行，热度不再，节奏放缓

2022 年上半年，受去年同期高基数影响，叠加房地产市场热度持续走低，土地供应规模同比降幅较大。2022 年下半年内，8 月份土地供应出现明显下滑主要受到土地供应结构性因素

影响，8月多数22城集中供地城市延期拍地，显著影响土地市场成交量。伴随二轮、三轮集中供地逐步开展，土地供应情况出现环比改善，但受市场下行影响，房企拿地趋于谨慎，土地需求预期疲软影响土地供应总量，导致供应较去年同期出现明显下滑。2022年1-10月，全国100大中城市住宅类用地累计供应6592宗地，较去年同期下降25.84%；累计供应建面50175.69万方，较去年同期下降35.91%，分城市能级来看，一线城市、二线城市、三四线城市住宅类用地累计供应宗数分别为269、1999、4324宗，同比分别下滑31.73%、33.12%、21.47%，累计供应建面分别为3176.01、17997.09、29002.57万方，同比分别下滑39.91%、44.07%、32.94%。

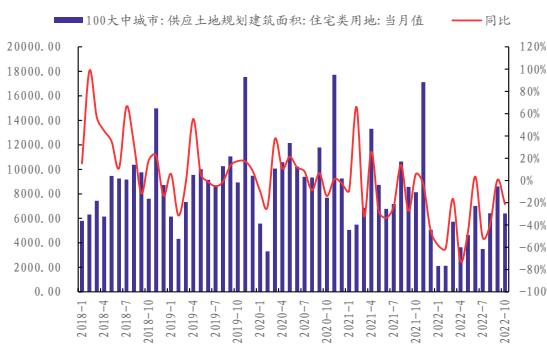
**图 7：100 大中城市土地供应数量（宗）**


资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

**图 9：一线、二线、三线城市土地供应数量（宗）**


资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

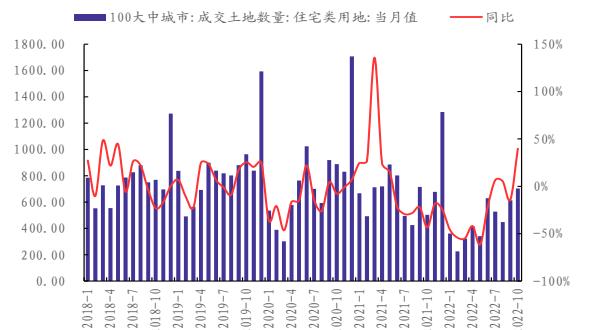
2022年1-10月，全国100大中城市住宅类用地累计成交4589宗，较去年同期下滑28.51%；累计成交住宅类用地建面34655.73万方，同比下滑38.77%；分等级来看，一线、二线、三线城市住宅用地累计分别成交231、1466、2892宗，同比分别下滑约21.95%、32.44%、26.85%，成交建面分别为2666.03、12749.6、19240.06万方，较去年同期分别下滑28.13%、48.59%、38.98%。从时间维度来看，2022年上半年土地市场成交规模同比降幅持续收缩，土地市场热度逐步修复，其中，2022年第一季度土地成交规模同比降幅达50%及以上，主要由于土地供应结构性因素、季节性波动影响、政策逐步趋严、房企拿地渐谨慎、市场预期不利等多重因素影响。在居住用地供应规模无明显调整背景下，三四线城市成交规模并未受到一二线城市集中供应真空期出现而上涨，除了受到供应结构影响，亦能说明22城集中供地的缺席并没有使资本流入三四线城市，在谨慎投资驱动下，房企聚焦核心城市和高能级城市意愿愈发彰显。

**图 8：100 大中城市土地供应面积（万方）**


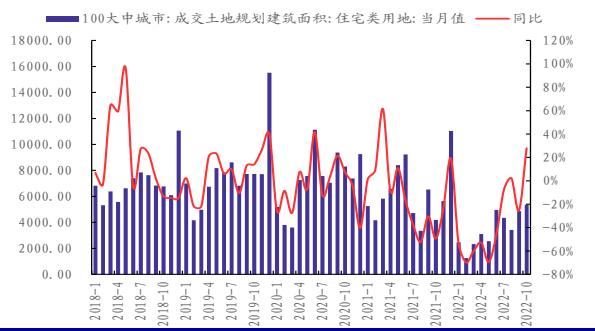
资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

**图 10：一线、二线、三线城市土地供应面积（万方）**


资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

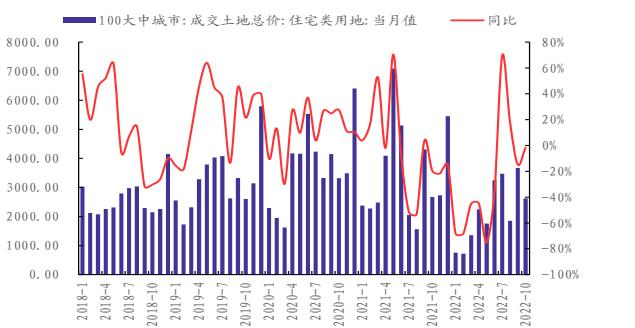
**图 11：100 大中城市土地成交量数（宗）**


资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

**图 13：100 大中城市土地成交面积（万方）**


资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

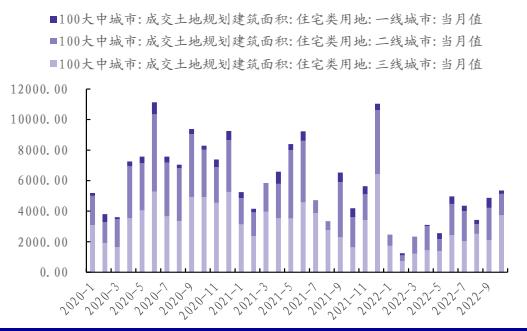
2022 年 1-10 月，全国 100 大中城市住宅类用地累计成交金额总计 21706.53 亿元，累计同比下降 36.22%，1-10 月住宅类用地成交平均楼面均价约 6118.6 元/平米，较去年同期增加 8.43%。分等级来看一线、二线、三线城市前 10 月成交地价总金额累计分别为 5867.54、9075.15、6763.84 亿元，较去年同期分别下滑-2.89%、-38.18%、-49.19%；前 10 月成交平均楼面均价分别为 21710.22、6581.20、3402.40 元/平米，同比变动分别为 39.21%、17.15%、-17.43%。土地成交总价及楼面均价与集中供地节奏呈现一致波动规律，由于集中供地的 22 个城市皆为一二线城市，市场火热度较高，因此 22 城的土地成交情况对于价款总额和楼面价的影响远超三四线城市。

**图 15：100 大中城市累计土地成交金额（亿元）**


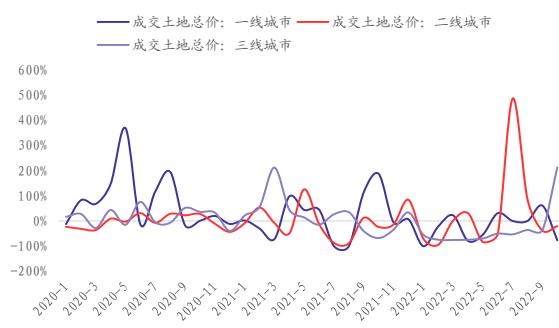
资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

**图 12：一线、二线、三线城市土地成交量数（宗）**

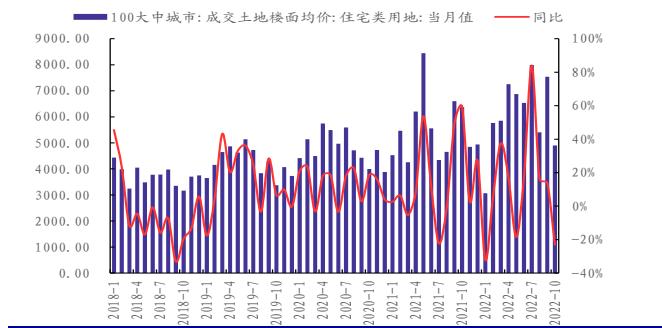

资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

**图 14：一线、二线、三线城市土地成交面积（万方）**


资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

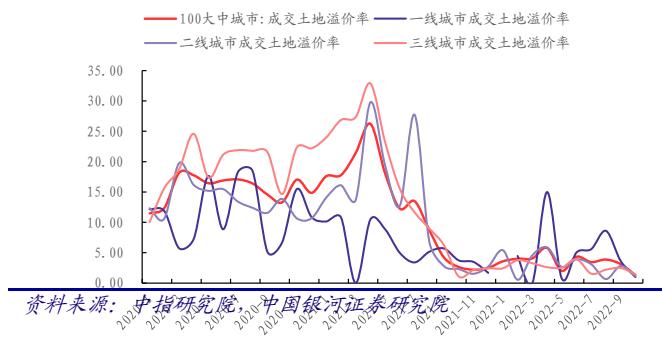
**图 16：一线、二线、三线城市累计土地成交金额（亿元）**


资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

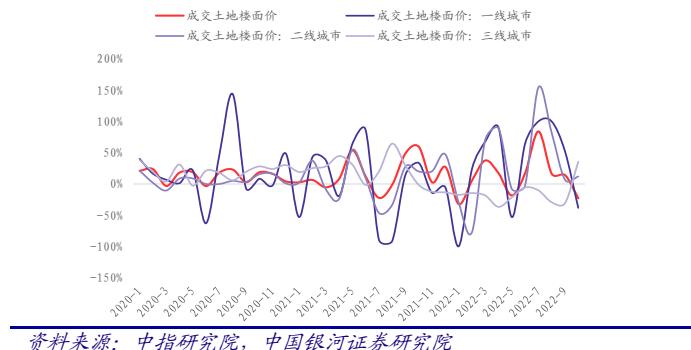
**图 17: 100 大中城市成交土地楼面均价 (元/平米)**


资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

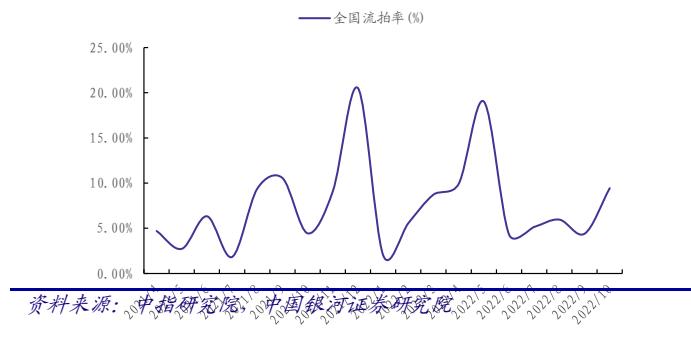
1-10月全国100大中城市住宅类用地成交平均溢价率为3.54%，较去年同期下降10.7pct，其中一线城市、二线城市、三线城市平均成交溢价率分别为4.89%、3.06%、2.63%，较去年同期分别下滑1.43、11.47、15.16pct。全国大中城市住宅用地市场流拍率平均约为8.08%，同比增加1.32pct。从溢价率和流拍率来看，2022年土地市场热度已至低谷，今年参与集中供地的22城成交的地块中，九成以上的都采用了“限地价”的方式，折算成溢价率普遍要求在15%以下，部分地块溢价要求在10%以内，直接导致房企拿地溢价率的走低。同时，房企出于保交楼压力，在投资拿地支出上趋于谨慎。重点城市土拍成交平均溢价率仍在低位运行，溢价1%以下或底价成交的地块占到四分之三。全国百城土地单月流拍率在本年下半年得到修复，但相对历史水平仍处于高位，楼市是否回暖、行业信心是否修复以及房企自身的资金面如何，都对土地市场热度回升起到至关重要的作用。

**图 19: 成交土地溢价率**


资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

**图 18: 一线、二线、三线城市成交土地楼面均价 (元/平米)**


资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

**图 20: 全国土拍流拍率**


资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

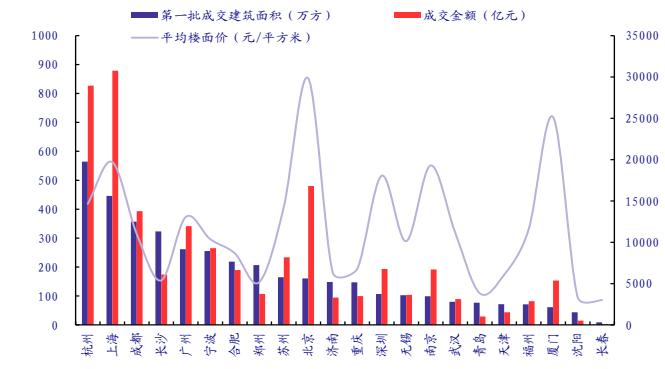
## 2. 集中供地各批次梳理

22个重点城市第一批集中供地共推出建设用地2183.95万方，同比收窄58.82%，环比收窄70.69%，供应量下降土地市场热度下降。一轮集中供地共实现4988.27亿元成交值，同比下降53.03%，环比下降16.02%。受供应规模缩减的影响，同时，一季度疫情好转并未刺激需求上升，销量没有出现明显增长，房企对土地市场投资仍持谨慎态度，因此交易量减少。部分房企当前仍面临到期债务压力大等困扰，在一定程度上导致今年第一轮集中土拍成交较乏力。

22城第二批集中供应体量共2227万方，同比下降65.79%，环比增加1.99%，供应量基本与本年度一轮土拍持平，土地市场供应规模仍未回温。22城累计共揽金5445.78亿元，超过首轮土地总出让金4988亿元，较去年二轮土拍同比下降16.64%，较今年一轮土拍环比增加9.17%。从地块价格看，二轮集中供地楼面地价平均达12832元/平方米，同比下降31.36%，环

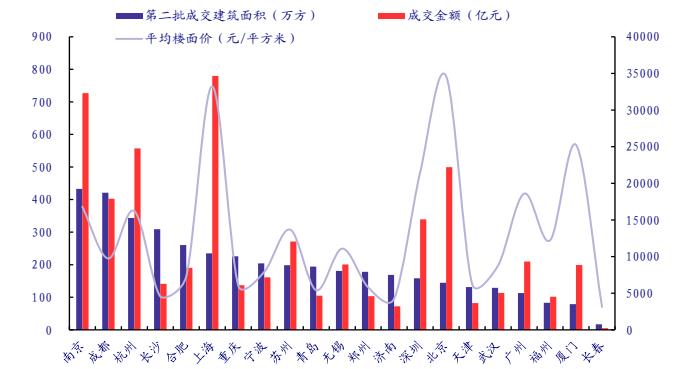
比上升 0.55%，与本年度一轮土拍略有回升。

图 21：第一批土拍 22 城成交情况



资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

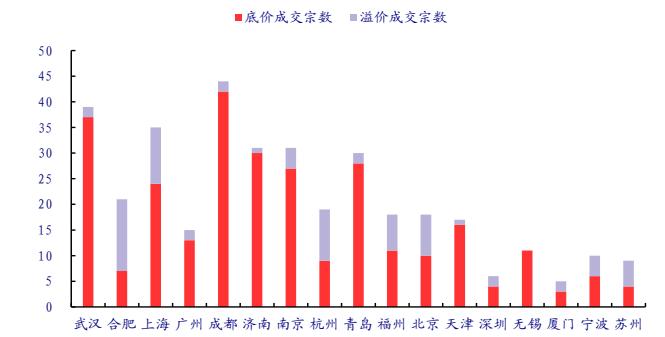
图 22：第二批土拍 22 城成交情况



资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

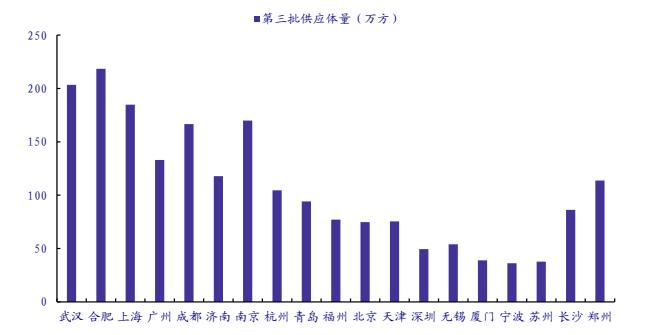
截至 11 月 15 日，第三批集中供地的 22 个城市有 19 个发布公告，17 个完成出让。22 城供地计划完成率整体不足五成，三批次土地推出力度仍显乏力。土地供应量共 2036.49 万方，较去年三轮同比下降 64.47%，较二轮环比增加 15.45%，供应量仍较去年大幅缩减。已完成第三批集中供地的 17 个城市中，目前共计成交 359 宗，成交规划建筑面积 2665 万平方米，收金 3865 亿元。其中，282 宗地块底价成交，底价成交率达 78.55%，较二轮增加 16.55pct，32 宗地块触限成交，触限成交率 8.91%，较二轮下降 9.35pct。

图 23：第三批土拍 22 城成交溢价情况



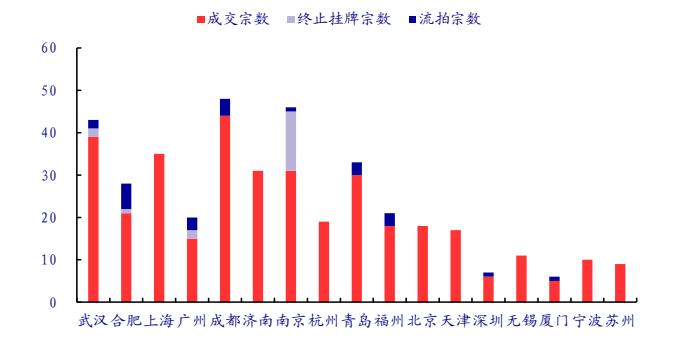
资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

图 25：第三批土地供应量（万方）



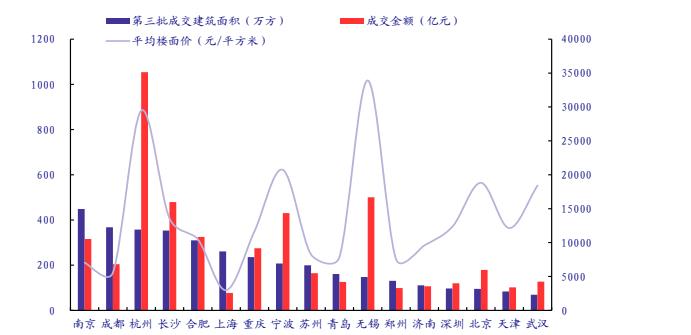
资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

图 24：第三批土拍 22 城成交与流拍情况

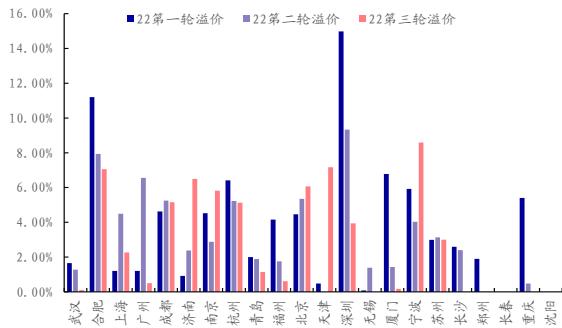


资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

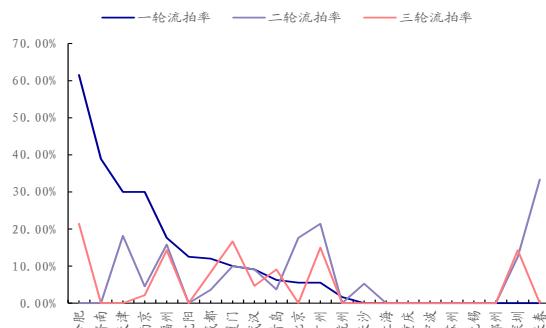
图 26：第三批土拍 22 城成交价格情况



资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

**图 27：2022 年三轮次土拍溢价情况**


资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

**图 28：2022 年三轮次土拍流拍情况**


资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

### 3. 区域分化加剧，核心地区土地市场热度稳定

今年三批次推地时间较去年均有所提前，但在市场下行、企业拿地意愿较低情况下，土地推出规模普遍缩量，22 城全年供地计划完成率不足五成。具体来看，杭州、合肥土拍市场保持稳定，各批次企业参与积极性相对较高，供地完成率先领先其他城市；南京、青岛二批次开始加大推地量，苏州、无锡、南京发布四批次土地公告，这部分城市供地计划完成率均在六成以上。而武汉、沈阳、重庆、郑州、长春政府推地信心不足，其中沈阳、重庆、长春尚未发布 2022 年三批次土地公告，全年供地计划完成率均在四成以下，长春、重庆不足三成。

目前，22 城中有 19 城发布三批次土拍公告，较去年三批次整体仍缩量，但降幅收窄，较二批次规模小幅增长。目前已发布三批次公告的 19 城中 8 城推出面积较二批次增长，其中武汉、广州增幅均在 100% 以上，上海、合肥二批次推地规模缩减后，三批次均加大供应力度，较二批次供地量增长五成左右。而多数城市推地积极性仍显不足，青岛、济南土地市场表现平淡，三批次推地量与二批次基本持平。天津、长沙、苏州、无锡、宁波集中三批次推地规模较二批次均下调，其中苏州、宁波降幅均在五成以上。

**表 1：22 个重点城市集中供地住宅类用地成交建面**

城市	22 年三批	同比	22 年二批	同比	22 年一批	同比	21 年三批	21 年二批	21 一批
武汉	448.83	-29.20%	128.74	-47.65%	79.80	-92.03%	633.92	245.94	1000.87
合肥	367.74	82.58%	260.52	133.48%	218.56	27.23%	201.41	111.58	171.78
上海	357.71	-37.70%	234.76	18.97%	445.98	-24.38%	574.19	197.32	589.80
广州	353.11	56.25%	112.72	10.20%	261.63	-67.27%	226.00	102.29	799.30
成都	310.13	7.95%	421.25	72.44%	356.89	-23.92%	287.30	244.29	469.12
济南	260.88	-35.77%	168.57	-23.61%	148.38	-79.09%	406.16	220.67	709.50
南京	235.93	-38.82%	432.86	183.32%	99.33	-85.48%	385.65	152.78	684.30
杭州	207.63	-50.11%	343.57	335.56%	564.64	-25.47%	416.20	78.88	757.60

青岛	199.79	-7.14%	194.01	-19.28%	76.64	-75.87%	215.16	240.34	317.58
福州	160.91	31.76%	83.04	56.71%	71.17	-58.35%	122.12	52.99	170.88
北京	147.50	62.13%	144.37	88.99%	160.91	-53.36%	90.98	76.39	344.98
天津	130.85	1.31%	131.09	-42.18%	71.78	-86.66%	129.16	226.72	538.00
深圳	111.09	-40.59%	158.02	100.48%	107.07	17.65%	187.00	78.82	91.01
无锡	97.00	-53.29%	180.98	48.93%	102.67	-42.13%	207.68	121.52	177.43
厦门	95.20	-0.79%	78.75	59.22%	61.10	12.59%	95.96	49.46	54.27
宁波	83.89	-74.88%	204.02	86.32%	255.53	-14.37%	333.99	109.50	298.40
苏州	69.15	-81.21%	198.36	65.59%	164.70	-59.83%	367.99	119.79	409.98
长沙			308.96	356.91%	323.19	-55.62%	379.73	67.62	728.18
郑州			178.10	501.08%	206.76	-71.29%	198.25	29.63	720.17
长春			16.82	-96.12%	8.91	-98.45%	30.39	433.91	576.40
重庆			225.70	-49.74%	147.10	-78.84%	769.25	449.07	695.33
沈阳			112.06	-23.23%	43.67	-88.06%	72.94	145.97	365.60

资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

表 2：22 个重点城市集中供地住宅类用地成交金额

城市	22年三批	同比	22年二批	同比	22年一批	同比	21年三批	21年二批	21一批
上海	1053.83	86.93%	779.98	44.88%	878.90	3.16%	563.74	538.38	852.00
北京	500.30	80.45%	499.58	-2.70%	480.23	-56.73%	277.25	513.45	1109.71
广州	479.24	58.35%	209.57	-63.19%	341.40	-62.31%	302.63	569.37	905.90
杭州	430.63	-43.54%	557.19	117.53%	826.76	-29.83%	762.77	256.15	1178.21
成都	325.16	-1.08%	402.41	-9.82%	393.12	10.77%	328.71	446.23	354.89
武汉	315.85	-35.88%	113.11	-67.48%	89.35	-88.66%	492.60	347.79	788.02
南京	274.70	-15.56%	726.90	43.37%	191.75	-80.68%	325.31	507.00	992.52
合肥	204.28	46.96%	190.15	-1.03%	189.62	15.47%	139.01	192.12	164.22
厦门	179.10	-31.05%	198.70	-42.25%	153.65	-19.15%	259.75	344.05	190.05
青岛	164.45	27.67%	104.85	-62.43%	29.47	-78.25%	128.81	279.11	135.52
苏州	127.27	-68.33%	271.30	-1.88%	233.77	-46.14%	401.88	276.50	434.00
福州	125.81	-13.55%	101.37	27.19%	82.12	-47.88%	145.53	79.70	157.56
无锡	120.04	-56.17%	200.66	-23.48%	103.97	-59.32%	273.85	262.24	255.59
深圳	106.38	-71.12%	339.32	-25.08%	193.30	39.63%	368.37	452.91	138.44
宁波	101.80	-58.88%	161.20	-7.99%	265.22	-25.92%	247.57	175.19	358.00
天津	98.99	57.02%	82.01	-75.12%	43.48	-91.28%	63.04	329.67	498.55
济南	77.41	-64.26%	71.94	-52.64%	94.57	-66.47%	216.60	151.89	282.00
长沙			141.03	59.40%	173.93	-54.37%	143.96	88.48	381.20
郑州			103.24	58.51%	106.74	-74.23%	94.12	65.13	414.21

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

长春	5.25	-97.95%	2.68	-98.58%	18.90	256.46	188.90
重庆	136.71	-48.01%	99.49	-84.34%	341.55	262.95	635.16
沈阳	49.31	-64.50%	14.77	-92.75%	43.81	138.88	203.65

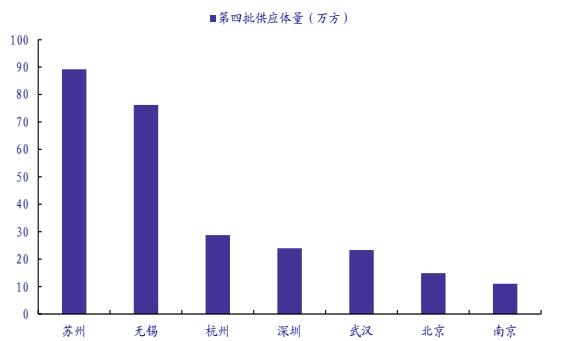
资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

#### 4、供地更加灵活，“两集中”逐步走向“因城施策”

受土地市场持续低迷影响，此前部分自发跟进“集中供地”的城市已逐步恢复常态化供地，同时，22城中多地增加集中供地批次，降低拍地压力。今年年初，青岛、济南、重庆和武汉等城市明确提出，2022年集中供地将分为四、五批次进行，并公布了各批次土地供应的大致时间节点。6月，北京也提出“上半年完成第二批商品住宅用地集中供应，下半年再完成两批供地。”目前，我们监测的22个城市中，已有无锡、南京、苏州等7个城市正式推出第四批次集中供地公告。其中，苏州和无锡已于近日完成第四批次土地集中出让。就已完成出让的情况来看，挂牌33宗地中，有31宗地成交，且均为底价成交，溢价率已降至冰点。

22城全年供地计划完成率不足五成，成交表现整体趋冷，除了一些热点城市保持热度外，底价成交成为土拍市场主旋律；三批次民企拿地意愿进一步降低，同时央国企拿地力度也出现减弱态势。2022年土地供给侧热度不振是我国房地产市场降温的直接反映，集中供地从去年的三批次演变为今年的多批次，且第四批后总体供应规模下降，作为前期几批次的一个补充，一是由于企业年底多将精力放在提升经营业绩方面，另一方面，市场信心依旧不足，政府通过少量多批推地，能缓解企业竞标压力，使企业资金更加灵活，降低了短期内的资金压力。预计未来，在销售市场未出现明显恢复前，土地市场或延续低迷态势，“两集中”土拍模式也将通过“因城施策”的方式迎来更多变化。

图 29：第四批土地供应量（万方）



资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

#### 5、民企拿地持续收缩，国企储备不断扩充

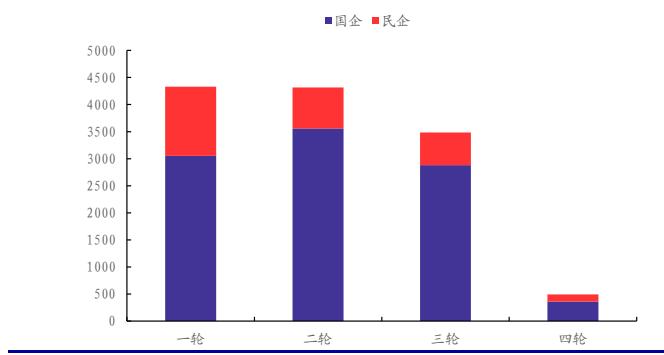
2022年以来，民企拿地意愿进一步减弱，央国企、地方国资成为拿地主力，在第一轮集中土拍中，中央性、地方性国企拿地活跃，拿地份额明显提升，国企拿地权益面积占总面积比重及权益金额占总金额比重分别为70.27%、70.50%，分别较2021第一批集中供地+12.16pct、+11.58pct。二轮集中土拍中，国企拿地权益面积占比及权益金额占比分别为81.19%、82.45%，分别较2022第一批集中供地+10.92pct、+11.95pct，三批次占比仍在八成以上，但值得注意的是，首次、二次央国企拿地金额占比均在四成以上，二次甚至近五成，而三

批次央国企拿地占比却降至三成，央国企拿地渐显乏力，地方国资拿地比重提升至 53%，如福州、无锡 2022 年以来地方国资拿地金额占比均在五成以上，三批次在九成左右。

地方国资拿地规模突出，但入市情况不容乐观，据中指监测，22 城 2021 年“两集中”成交地块中，地方国资拿地数量占比达两成，而今年地方国资集中拿地项目入市率仅 9%，其中城投拿地项目入市率仅 6.7%。2022 年以来，22 城地方国资拿地金额占比逐批次走高，更多土地处于未开发状态。10 月初，财政部发布《关于加强“三公”经费管理严控一般性支出的通知》，其中提及“不得通过国企购地等方式虚增土地出让收入”，此举主要是为了挤压财政泡沫，严控隐性债务，主要是对以兜底为主的城投拿地行为及举债拿地行为进行约束，并不会限制真正有开发意图的城投拿地行为。

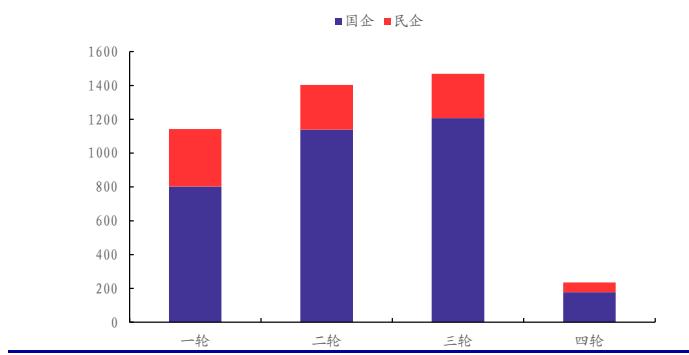
没有了城投入市烘托氛围的土地市场会更加真实有效地反应土地市场的供求关系，根据目前开展的集中供地来看，房企拿地呈现出“国增民减”的整体特征，对市场竞争强的经营性国央企，以及部分起步早且成功转型的城投公司来说，迎来了更好的发展契机在“三道红线”带来的资金压力以及市场热度降温等因素影响下，民企拿地积极性下降，但对于业绩优良的民营企业，持续稳健经营也能在市场筑底阶段找到属于自己的发展机会，市场将迎来格局调整，预计市场出清格局优化后销售和拿地会企稳。

图 30：2022 年各轮次国企民企拿地权益面积



资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

图 31：2022 年各轮次国企民企拿地权益金额

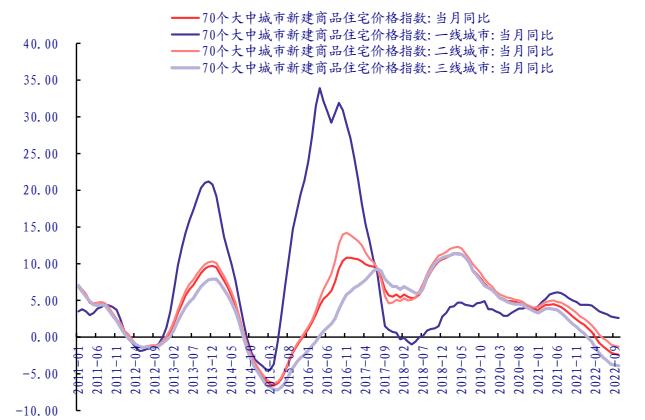


资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

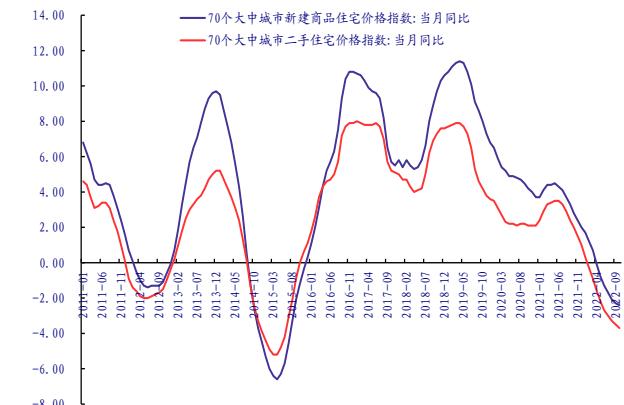
### (三) 房价趋势下行，核心城市核心区域价格韧性

房价观察方面，我们通常使用统计局口径的 70 城新建商品住宅及二手房价格指数，以及中指院口径的百城价格指数数据。两组数据的趋势略有不同，但是 2019 年 5 月之后的走势基本趋于一致。可以看到，无论是 70 城价格指数，还是百城价格指数，2019 年 5 月之后至今价格指数同比增速均呈现总体下滑态势，略有波动。2022 年 1-10 月 70 城价格指数同比从 2.06% 降至 0.06%，环比同比均连续下跌；按城市能级来看，2022 年 1-10 月 70 城价格指数中，一、二、三线城市均呈下行走势，其中二线、三线城市和整体水平走势基本一致，变动差异不大，一线城市价格指数虽同在下行，但价格展现出一定抗周期的韧性，核心城市核心区域房价依然坚挺。

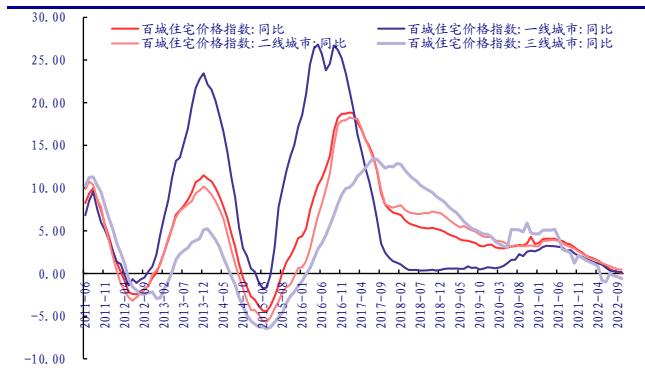
总体来看我们判断，在分化和修复的预期下，2023 年一二线城市房价基本稳定，三四线城市微幅下行。

**图 32: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比变化 (%)**


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

**图 33: 70 个大中城市新建商品住宅及二手住宅价格同比变化**


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

**图 34: 百城住宅价格指数同比变化 (%)**


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

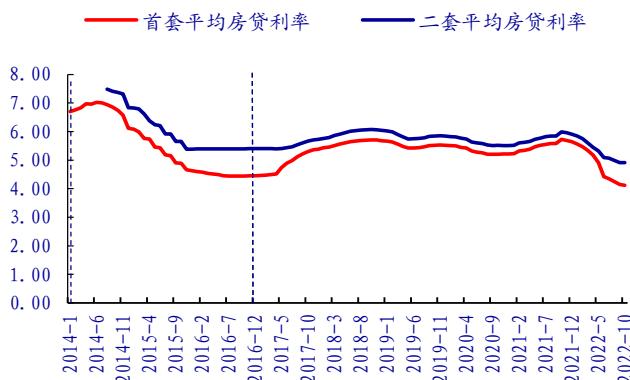
#### (四) 首套房贷利率最低有望达到 3.7-3.9%

**首套房、二套房贷款利率较去年高点下降 100bp 以上。**2022 年 10 月，根据贝壳研究院数据统计，全国首套房平均房贷利率为 4.12%，较去年 10 月高点下降 161bp；全国二套房平均房贷利率为 4.91% (4.3%+61bp)，较去年 10 月高点下降 108bp，距二套利率下限只有 1bp 的空间。近十年，整体上来看首套、二套房贷款利率波动方向基本保持一致，2017 年之后二套房和首套房利率的差距在不断缩小并稳定在 30bp 左右，从 22 年 5 月开始利差持续走阔，10 月利差已经达到 79bp。5 月 15 日央行银保监会调整首套房贷基准利率加点、今年以来 5 年期 LPR 三次调降，至目前稳定在 4.3%，首套房利率最低可至 4.1%，根据人民银行和银保监于 9 月发布的通知，符合条件的城市可自主决定在 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。目前首套、二套房贷利率均处于 14 年以来低点，二套房贷利率预计会保持和首套房利率同步波动，随着因城施策对各地限购的不断放松，配套利率政策更进一步释放改善型需求。

2022 年 Q3，央行统计个人住房加权平均利率为 4.34%，相比去年同期下降 120bp，相比上一季度下降 28bp，整体利率下降的拐点和首套房、二套房利率下降的拐点一致，今年以来陆续

发布的房地产调控政策使整体住房利率下降明显，随着首套房、二套实际房利率的下降，四季度个人住房加权平均利率也会继续下降。

图 35：2014-2022 年首套房和二套房平均利率（%）



资料来源：Wind, 贝壳研究院, 中国银河证券研究院

图 36：2008-2022 年个人住房贷款加权平均利率（%）

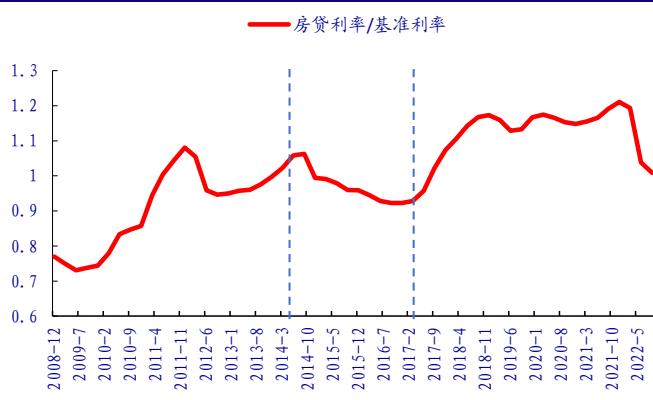


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**房贷利率仍有下降空间，最低有望达到 3.7-3.9%。** 2022Q3 全国房贷利率/基础利率，房贷利率/一般贷款利率分别为 1.01 和 0.93，相比去年同期减少 0.18/0.12；房贷利率-基准利率，房贷利率-一般贷款利率分别为 4bp 和 -31bp，相比去年同期下降 85bp/55bp。当前房贷利率的折扣率处于历史中枢向下，仍有较大折扣空间，由于房贷实际利率计算具有一定的滞后性，政策对于基准利率的调整在实际房贷利率上的反映还需要一定时间。房贷利率对于政策的弹性较高，当基准利率下调的时候，房贷利率会更大幅度的下滑，LPR 的下调会使得房贷的波动大于 LPR 自身下调的幅度。

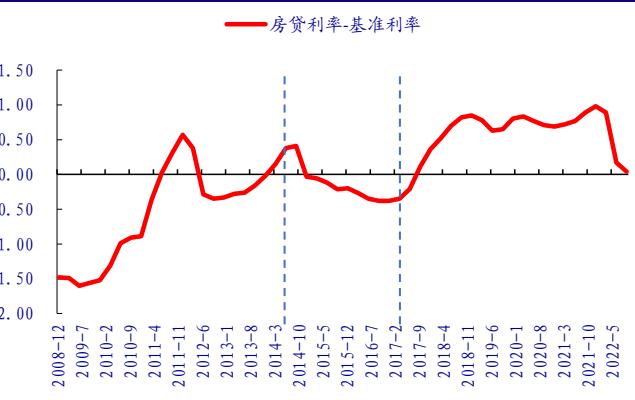
在 14-16 年宏观政策大幅宽松的背景下，房贷利率相对基准利率的折扣率高达 92%，利率缺口高达 38BP，按照 11 月 LPR 计算，当前周期最低实际房贷利率可到 3.96% 左右，意味着未来 LPR 的加点数还有下行的可能。按照 9 月公布的一般贷款利率来计算的话，参考 14-16 年的折扣力度和利率缺口，房贷相对一般利率的折扣力度高达 80%，利率缺口高达 113BP，当前周期实际最低房贷利率可到 3.72% 左右。

图 37：2008-2022 年个人住房贷款加权平均利率/房贷基准利率



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 38：2008-2022 个人住房贷款加权平均利率/一般贷款利率



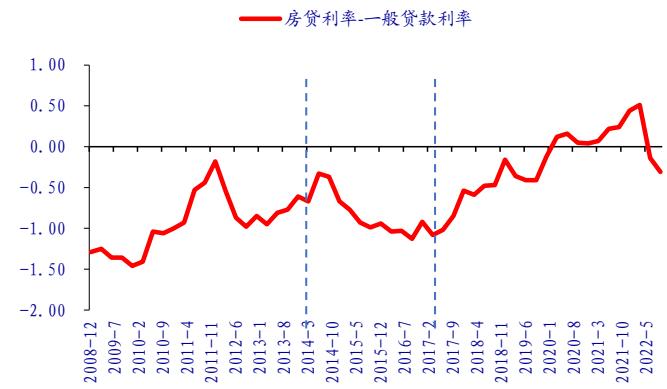
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 39：2008-2022 年个人住房贷款加权平均利率-房贷基准利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 40：2008-2022 个人住房贷款加权平均利率-一般贷款利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、政策面：供需两侧强势托底，博弈逻辑下持续宽松

### （一）“金融 16 条”强势托底，对行业具有重大意义

央行、银保监会发布的《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》，共 16 条重磅措施，主要包括：保持房地产融资平稳有序、积极做好“保交楼”金融服务、积极配合受困房企风险处置、保障住房金融消费者权益、阶段性调整金融管理政策、加大住房租赁金融支持力度，六大方面。明确了房地产关联各方主体目前的主要任务和方向，供需两侧双管齐下，为本轮下行周期以来最强有力的支持政策，大幅提振了各方的信心。

**支持存量贷款、债券合理展期，有效避免房企债务风险蔓延。**贷款方面，支持房地产企业开发贷款、信托贷款等存量融资，在保证债权安全的前提下合理展期，未来半年内到期的，可以允许超出原规定多展期 1 年；债券方面，支持优质房地产企业发行债券融资，按期兑付确有困难的，通过协商做出合理展期、置换等安排，主动化解风险。银行贷款与债券为房企最主要两大融资方式，在行业资金紧张时期，也就成为了最大风险隐患，存量债务展期可为房企短期资金周转提供空间，有效减少未来房企暴雷数量、避免房企债务风险蔓延，预计经营稳定但由于行业资金趋紧而短期流动性紧张的房企，将率先脱困，迎来信用修复。

**开发贷、债券、信托三大资金渠道支持房企合理融资。**资金支持主要包括三大主要渠道：稳定房地产开发贷款投放，对国有、民营等各类房地产企业一视同仁；推动专业信用增进机构为财务总体健康、面临短期困难的房地产企业债券发行提供增信支持，与“第二支箭”相呼应；鼓励信托公司等资管产品支持房地产合理融资需求。目前，国金融资相对来说较为通畅，而 10 月民企信用债发行总额在总发行中占比仅为 12.9%，民企在过去的很长一段时间内都面临发行困境。预计未来房企尤其是民企，将获得开发贷、债券、信托等多渠道的融资支持，有助于行业恢复到良性循环，值得一提的是，信托通道在多年之后迎来重启，具有较强的信号意义。

**需求侧政策想象空间打开，销售有望正式迈入复苏道路。**通知提出，支持因城施策确定

房贷首付比和利率政策利率下限，合理确定符合购房条件新市民首套房贷标准。11月8日，北京通州区台湖、马驹桥两地商品住房（包括新建商品住房和二手住房）双限购正式取消；11月11日，杭州首套房认定条件由“认房又认贷”调整为“认房不认贷”，同时二套房最低首付比降至40%。近期北京、杭州楼市政策的调整，也意味着高能级城市已经进入政策调整阶段，后续“认房又认贷”政策有望进一步松动和渗透，由于房价传导机制为自上而下，所以高能级城市房价的企稳对于整个市场具有积极作用，后续销售有望正式迈入复苏道路。

表3：《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》16条内容梳理

内容	序号	细则	具体内容
保持房地产融资 平稳有序	1	稳定房地产开发贷款投放	对国有、民营等各类房地产企业一视同仁，鼓励金融机构重点支持治理完善、聚焦主业、资质良好的房地产企业稳健发展
	2	支持个人住房贷款合理需求	合理确定当地个人住房贷款首付比例和贷款利率政策下限，支持刚性和改善性住房需求
	3	稳定建筑企业信贷投放	优化建筑企业信贷服务，提供必要的贷款支持
	4	支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期	未来半年内到期的，允许超出原规定多展期1年，可不调整贷款分类，报送征信系统的贷款分类与之保持一致。
	5	保持债券融资基本稳定	推动专业信用增进机构为财务总体健康、面临短期困难的房地产企业债券发行提供增信支持。
	6	保持信托等资管产品融资稳定	鼓励信托等资管产品支持房地产合理融资需求。
积极做好“保交 楼”金融服务	7	支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款	支持国家开发银行、农业发展银行依法合规、高效有序地向经复核备案的借款主体发放“保交楼”专项借款
	8	鼓励金融机构提供配套融资支持	对于新发放的配套融资形成不良的，相关机构和人员已尽职的，可予免责
积极配合做好受 困房地产企业风 险处置	9	做好房地产项目并购金融支持	鼓励商业银行稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务，重点支持优质房地产企业兼并收购受困房地产企业项目
	10	积极探索市场化支持方式	支持有条件的金融机构稳妥探索通过设立基金等方式，依法依规市场化化解受困房地产企业风险
依法保障住房金 融消费者合法权 益	11	鼓励依法自主协商延期还本付息	对于因疫情住院治疗或隔离，或因疫情停业失业而失去收入来源的个人，以及因购房合同发生改变或解除的个人住房贷款，可进行延期展期等调整
	12	切实保护延期贷款的个人征信权 益	妥善处置相关征信异议，依法保护信息主体征信权益
阶段性调整部分 金融管理政策	13	延长房地产贷款集中度管理政策 过渡期安排	对于受疫情等客观原因影响不能如期满足房地产贷款集中度管理要求的银行业金融机构，合理延长其过渡期
	14	阶段性优化房地产项目并购融资 政策	加快推动房地产风险市场化出清
加大住房租赁金 融支持力度	15	优化住房租赁信贷服务	鼓励金融机构按照市场化、法治化原则，为各类主体收购、改建房地产项目用于住房租赁提供资金支持
	16	拓宽住房租赁市场多元化融资渠 道	支持住房租赁企业发行信用债券和担保债券等直接融资产品，鼓励商业银行发行支持住房租赁金融债券

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院

## (二) 供给侧：“三箭齐发”提振信心

“第一支箭”：国有六家大行宣布与多家房企签署全面战略合作协议，向优质房企提供万亿元级授信额度，提供资金支持，为“16 条”的政策落实。目前包括工农交建中邮储六家大行，以及中信银行、上海银行、恒丰银行等共 22 家银行公开宣布与房企签署战略合作协议，提供多元化综合金融服务，并给予意向性授信额度。涉及包括碧桂园、万科、龙湖集团等在内的房企超过 70 家，预计后续将有更多银行及房企签署合作协议，增加房地产贷款投放。

“第二支箭”：支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，额度为 2500 亿元。11 月 23 日，中债增进公司为龙湖、美地置业、金辉三家民营房企开具发债信用增进函，标志着“第二支箭”正式落地。首批三家房企获得中债增信函，有利于缓解流动性紧张局面，改善市场预期。同时，中债增进公司表示已收到近百家民营房企增信业务意向，正在按照相关机制积极推进业务开展。

“第三支箭”：重启房企股权融资。证监会决定在股权融资方面调整优化五项措施，“第三支箭”落地。允许符合条件的房企重组上市，推动出险房企资产重组，恢复房企非公开方式再融资，并限制募集资金用于“保交楼、保民生”相关的房地产项目，经济适用房、棚户区改造或旧城改造拆迁安置住房建设，以及补充流动资金、偿还债务等。目前已有碧桂园、雅居乐、大名城、建发国际、新湖中宝、陆家嘴、华夏幸福等房企披露再融资计划。

在短短 20 天的时间内，政策端“三箭齐发”，具有较强的信号意义，大幅提振各方的信心。政策从多角度、多方式向房企提供资金支持，一方面，支持存量贷款、债券合理展期，有效避免房企债务风险蔓延；另一方面，从开发贷、债券、信托、股权等多渠道向房企提供资金支持，信托和股权通道更是在多年之后迎来了再次重启，此次政策支持力度不言而喻。供给侧的资金支持将有效减少未来房企暴雷数量、避免房企债务风险蔓延，预计经营稳定但由于行业资金趋紧而短期流动性紧张的房企，将率先脱困，迎来信用修复。

表 4：“三箭齐发”政策梳理

	时间	主要内容
第一支箭 “信贷融资”	11 月 2 日	鼓励银行通过“保交楼”专项借款支持已售住房建设交付，支持刚性和改善性住房需求。
	11 月 21 日	央行拟增设 2000 亿元“保交楼”专项再贷款。
	11 月 24 日	8 月政策性银行推出的 2000 亿元“保交楼”专项借款资金已基本投放至项目。
	11 月 24 日	国有六家大行向 17 家优质房企授信超 1.2 万亿元。
	11 月 25 日	中国人民银行全面降准 0.25 个百分点，释放长期资金约 5000 亿元，利好房地产等重点区域。
第二支箭 （债券融资）	11 月 1 日	交易商协会与房地产业协会联合召开民营房企座谈会，增信支持民营房企发债持续推进。
	11 月 8 日	交易商协会：预计可支持约 2500 亿元民营企业债券融资。
	11 月 12 日	人民银行总行引导银行间市场交易商协会，将银行间债券市场发债房企的范围由全国性房企扩大至地方优质民营房企。
	11 月 18 日	证监会研究支持房地产企业合理债券融资需求，提升民营企业债券融资的可得性和便利性。
	11 月 21 日	全国性商业银行信贷工作座谈会强调用好民营企业债券融资支持工具支持民营房企发债融资。

<b>“第三支箭” (股权融资)</b>	11月23日	“金融16条”支持房地产市场平稳健康发展，保持债券融资基本稳定。
	11月23日	首批民营房企获增信，龙湖、金辉、美的置业共获47亿元增信。
	11月25日	万科、金地、新城控股、龙湖、美的置业、旭辉控股6家房企披露1080亿元储架式注册发行。
	11月21日	在金融街论坛年会上，证监会主席易会满表达了资本市场支持房地产市场平稳健康发展的政策态度。
	11月28日	证监会：恢复上市房企和涉房上市公司再融资。
	12月5日	万科A等10家房企开始筹划，华发股份和福星股份率先发布定增预案，为第三支箭落地后首批预案落地企业。
	资料来源：公开资料，中国银河证券研究院	

资料来源：公开资料，中国银河证券研究院

### (三) “重启-停滞”：房企股权融资复盘

#### 1、房企股权融资重启，知其兴替，绘其前路

2022年11月28日，证监会决定在股权融资方面调整优化5项措施：1.恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；2.恢复上市房企和涉房上市公司再融资；3.调整完善房地产企业境外市场上市政策；4.进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；5.积极发挥私募股权投资基金作用，并自即日起施行。

本次优化措施释放出对房地产市场信心和预期具有积极作用的信号，对中国房金融资具有重大意义。允许符合条件的房企重组上市，有助于盘活存量住宅、商业、基础设施等多种资产、优化上市房企资产质量，并对未来优质房企通过重组方式上市的路径进行打开；推动出险房企资产重组，能够进一步化解房地产行业风险，加速行业出清节奏。恢复房企非公开方式再融资，并限制募集资金用于“保交楼、保民生”相关的房地产项目，经济适用房、棚户区改造或旧城改造拆迁安置住房建设，以及补充流动资金、偿还债务等。房企再融资放松，可有效推动“保交楼”相关业务稳定落实，补充企业流动资金，避免债务风险进一步蔓延，从而保障资本市场的稳定。

自1991年万科在深交所上市，中国房企开启股权融资之路，伴随改革开放高潮，迅速成为中国证券市场一个亮点，也导致了房地产市场的一系列问题。为了抑制房地产过热，证监会分别于1995和1996年对房企配股和新股进行限制，内地房企股权融资被按下暂停键。此后内地房企股权融资分别经历了2006-2010年、2014-2018年两轮“重启-停滞”时期。复盘两段重启时期，考察其政策出发点、行业基本面变动、资本市场表现，为我们更好预测本次房企股权融资放松的传导效果和行业影响提供了历史经验与事实参考。

#### 2、政策端：两轮“重启-停滞”与行业调控总基调同步

一轮“重启-停滞”始于2006年，以定增为主要方式的上市房企再融资重新兴起，叠加A股牛市效应，股权融资规模逐年攀升。2010年4月17日，配合趋严的房地产调控政策，国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，“对存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业，商业银行不得发放新开发项目贷款，证监部门暂停批准其上市、再融资和重大资产重组”，房地产行业股权融资骤然收紧。

二轮“重启-停滞”始于2014年，房地产行业行情走低，中央、地方房地产调控政策先后放松，证监会就房企再融资申请，向国土部和住建部征求意见，房企再融资审核重点前置至国土部和住建部。2015年1月，证监会和国土部不再对上市公司涉及房地产业务的再融资进行事

前审查，房企再融资进一步放开。伴随政策调控整体收紧，2017年7月，证监会保荐机构专题培训会议要求，不允许房企再融资补充流动资金、拿地和偿还银行贷款，除个别资产并购，房企再融资实质性暂停。2018年证监会《再融资审核非财务知识问答》指出，涉房业务的资产不建议纳入上市范围，需清理相关业务后再推进，房企融资正式进入冰封时期。

**表 5：A股房企股权融资相关政策要求梳理**

时间	政策	主要内容
1991	/	万科上市，中国内地房企开启股权融资。
1995	证监会	对将募集资金用于别墅性质的高档住宅、度假村、高档公寓、写字楼和建筑标准在四星级以上的宾馆饭店建设的配股申请不予审批。
1996	证监会	针对房地产行业企业新股发行暂不受理。
2006	/	中国内地房企重启上市进程，其中以定增为主。
2010	《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》	对存在土地闲置及炒地行为的房地产开发企业，商业银行不得发放新开发项目贷款，证监部门暂停批准其上市、再融资和重大资产重组。
2013	《关于继续做好房地产市场调控工作的通知》	对存在闲置土地和炒地、捂盘惜售、哄抬房价等违法违规行为的房地产开发企业，有关部门要建立联动机制，加大查处力度。国土资源部门要禁止其参加土地竞买，银行业金融机构不得发放新开发项目贷款，证券监管部门暂停批准其上市、再融资或重大资产重组，银行业监管部门要禁止其通过信托计划融资。
2014	证监会	证监会就房企再融资申请，向国土部和住建部征求意见，房企再融资审核重点前置于国土部和住建部。
2015	《证监会调整上市公司再融资、并购重组涉及房地产业务监管政策》	上市公司再融资、并购重组涉及房地产业务的，对其是否存在违反国务院有关规定的情形，进行相关审核时，在公司自查、中介机构核查的基础上，依据国土资源部等部门的意见来进行认定。
2016	证监会保荐机构专题培训会议	企业再融资募集资金不鼓励用于补充流动资金和偿还银行贷款，并需详细披露募集资金的实际投向。不允许房地产企业通过再融资对流动资金进行补充，募集资金只能用于房地产建设而不能用于拿地和偿还银行贷款。
2018	《再融资审核非财务知识问答》	涉及房地产业务的资产不建议纳入上市范围；若拟上市主体涉及房地产业务，需根据监管要求清理完毕之后，再推进相关资本运作
2022.10	证监会	对于涉房地产企业，证监会在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，允许存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业（最近一年一期房地产业务收入、利润占企业当期相应指标的比例不超过 10%）在 A 股市场融资。
2022.11	证监会	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市房企再融资；调整完善房企境外上市相关政策；进一步发挥 Reits 盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用。

资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

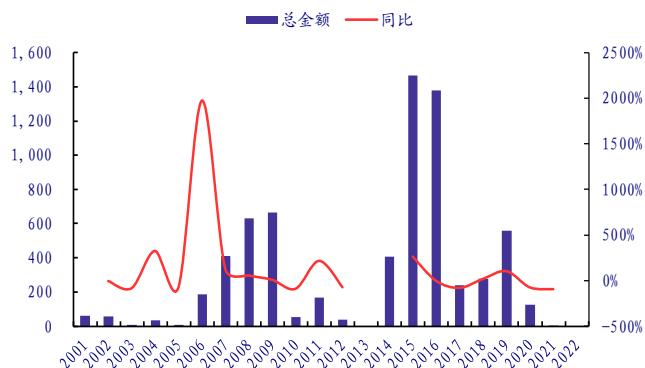
### 3、发行方式：定增已成主流，重组规模渐增

2006 年首次股权融资重启时期，我国 GDP 增速进入高位，宏观经济高速增长、房地产行业高速发展，叠加 2006-2007 年 A 股牛市，上市房企再融资兴起。定增规模逐年攀升，从 2005 年 8.98 亿元增长至 2009 年 638.96 亿元，成为最主要的股权融资形式。2006-2009 年，通过增发进行资产重组共筹得资金 317.87 亿元，资金规模在 2008 年达到峰值。2010 年-2013 年，行

业股权融资骤然收紧，规模普遍不及收缩前2009年的水平，2012年股权融资规模收缩至39.58亿元，2013年，A股上市房企股权融资颗粒无收。

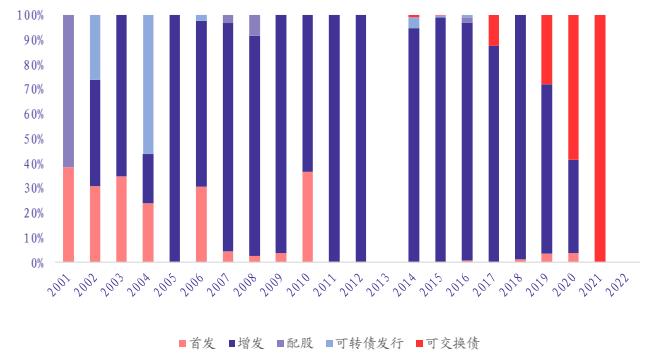
2015年二次股权融资重启时期，叠加货币政策宽松和房地产去库存，房企股权融资规模大幅度提高，2015年和2016年定增规模达到1453亿元和1327亿元，分别为放开前2014年规模的3.78和3.45倍，定增对房企股权融资的贡献程度达95%以上。2015年，绿地控股通过定增进行资产重组，共筹得资金645.40亿元，助力公司转型为综合性大型产业集团。本阶段内，股权融资成为上市房企融资的重要方式之一，股权融资占房企融资规模的比重于2015年上升至22.9%。而在2017年之后，内地房企股权融资实质收紧，融资规模不断缩水，逐步从两位数缩至个位数。

图 41：内地房企股权融资总额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 43：内地房企股权融资方式对比（按金额）



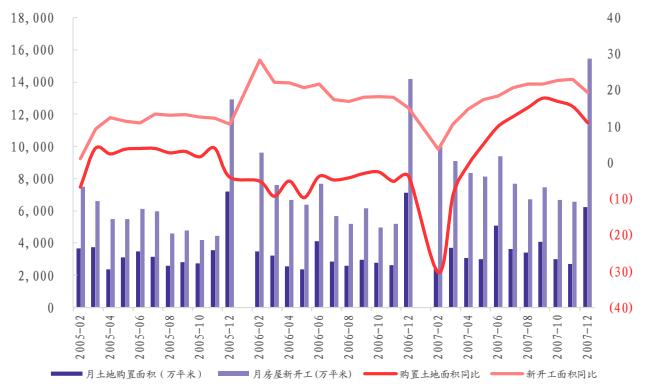
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

#### 4、基本面：销售、房价先行回升，土地、资本略有滞后

2006年再融资兴起后，行业基本面上行。销售情况于2006年8月开始修复，于次年出现明显回升，销售金额同比由24.1%上攀升至51.5%，销售面积同比从13.9%上涨至32.1%；房价走势与销售情况基本一致，70城住宅价格指数自2017年4月起一路上扬，于2007年11月见顶。土地购置及商品房开工情况与销售在此期间内走向上行通道，但变动略慢于销售情况，且

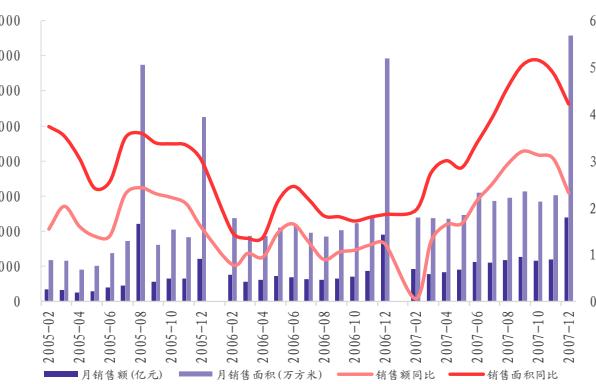
仅限于投资修复，并未创造新的增长极点。库存方面，与销售、房价及投资变动呈反向趋势，房地产待售面积从2016年初一路下行，进入商品房快速去化时期，直至2017年低进入库存最低点。

图45：2006年再融资放开前后商品房开工走势



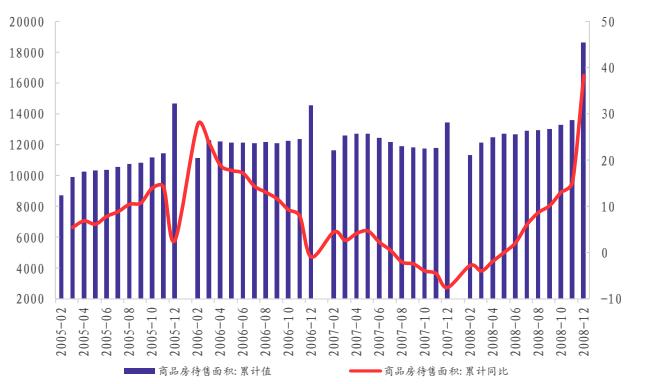
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图46：2006年再融资放开前后商品房销售走势



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图47：2006年再融资放开前后商品房库存走势



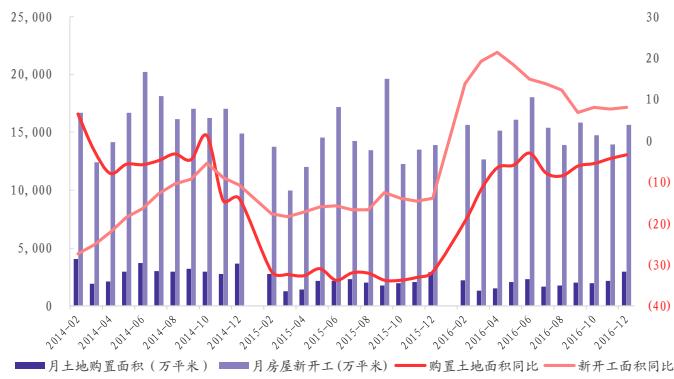
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图48：2006年再融资放开前后房价走势

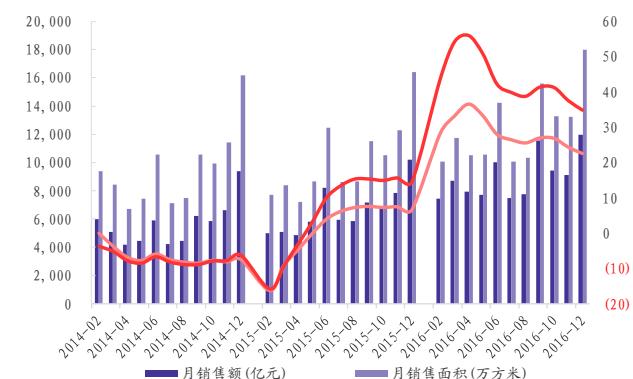


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

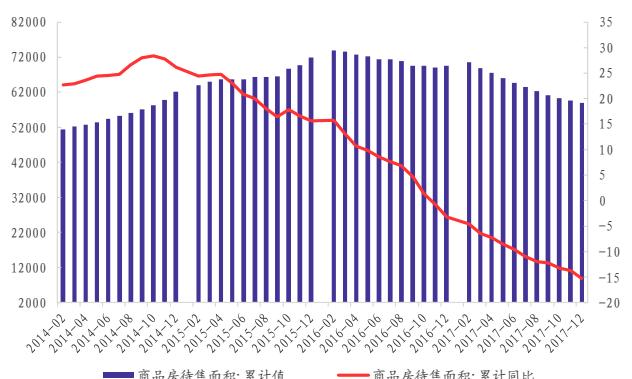
2015年再融资再度放松后，行业基本面随之出现改善，不同指标表现略有差异。销售情况于2015年年初开始改善，销售金额和销售面积出现上台阶式增长，同比分别由-9.3%上涨至55.9、由-9.2%上涨至36.5%，并于2016年5月达到峰值，随后出现小幅回落，但仍远高于股权融资放开前的行业销售水平。房价变动滞后于销售变动2个月，并呈现出更为坚挺的上涨趋势，2015年3月至2016年12月，70城住宅价格指数同比快速上升，从-6.25%上升至10.65%。库存量仍与销售反向变动，自2015年起持续回落。土地购置、新开工节奏较上一阶段更为滞后于销售和房价变动，2016年土地购置与开工未出现明显回温，直至2017年库存同比增速转负后，出于补库存的需求，土地购置、新开工节奏加快，相关指标增速见长。

**图 49：2015 年再融资放开前后商品房开工走势**


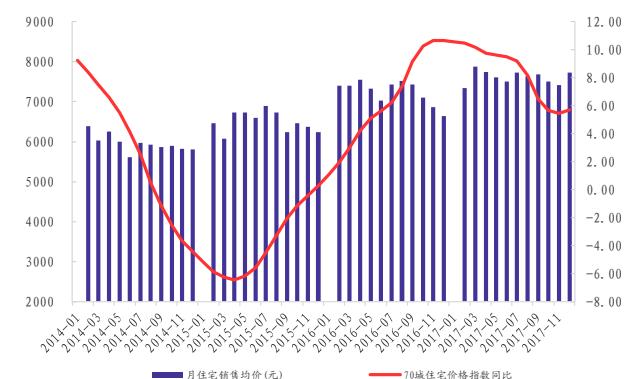
资料来源：WIND，中国银河证券研究院

**图 50：2015 年再融资放开前后商品房销售走势**


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

**图 51：2015 年股权融资放开前后商品房库存走势**


资料来源：WIND，中国银河证券研究院

**图 52：2015 年股权融资放开前后房价走势**


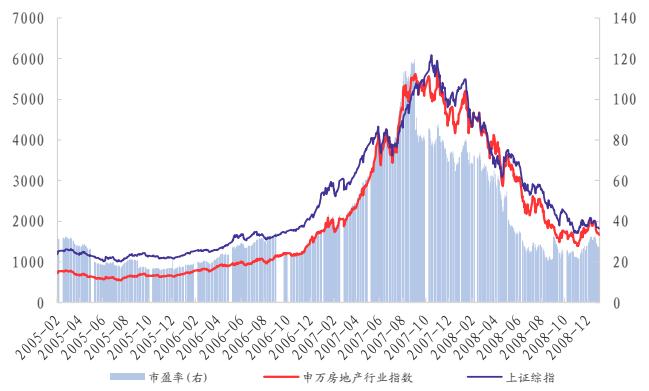
资料来源：WIND，中国银河证券研究院

## 5、资本市场：市场预期转向乐观，房地产跑赢大盘

2006 年 5 月板块绝对收益由负转正后持续走高，至 2007 年 8 月达到 114.65% 峰值，随后市场预期政府为防止经济过热将出台调控政策，转向看跌房地产市场，板块表现下滑，但绝对收益始终为正值。2006-2009 年，房地产板块在周期内跑赢大盘，相对 A 股超额收益达到 5.29%，整体呈现震荡上升趋势。2010 年底，随着 GDP 增速稳定、CPI 同比持续攀升，市场逐渐预期政府调控房价、防止房地产市场过热。配合紧缩的调控政策，内地房企股权融资暂停，行业估值进入下行通道。

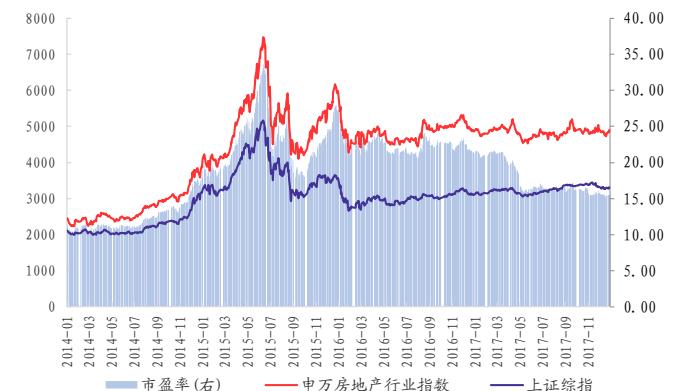
2015-2017 年，房地产板块相对收益和绝对收益呈现整体上行、阶段波动的趋势，期间板块绝对收益平均值至 35.9%。板块相对收益多数时间为正值，收益率在 10% 附近高位震荡，行业表现优于大盘，期内平均相对收益率为 9.3%，为股权融资兴起以来各阶段内最高水平。此阶段内，市场对房地产政策放松预期较高，股权融资放松带动资本市场持续看好房地产行业，收益率高于市场整体水平。

图 53：2006 年股权融资放开前后房地产行业资本市场表现



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

图 54：2015 年股权融资放开前后房地产行业资本市场表现



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

#### （四）未来政策发展路径探索

房地产政策在 2022 年经历了渐进式宽松，需求侧从下调首付比开始，经历了认购不认贷、认贷不认房、下调房贷利率、放开“四限”等；供给侧从恢复信贷开始，到鼓励 AMC 和国企收并购、金融 16 条、“三支箭”等。需求侧政策目标主要是降低购房成本恢复销售，供给侧政策目标更多聚焦在“保教楼”和“防风险”，供给侧政策已经发生很大转变，由救项目不救企业转变为救助项目与企业并行。

2023 年政策环境依旧以宽松为主，政策的发力程度依旧是博弈逻辑，关注两个主要变化，销售及行业风险。预计房贷利率继续下行；需求侧政策工具箱里工具逐步释放，可以期待一线城市修改“认房认贷”规则、热点二线城市放开“四限”等；供给侧全渠道信贷空间打开，为“保教楼”和信用恢复提供持续资金支持。当前周期与以往相比，依旧有一定的宽松空间。

表 6：2022 年年初以来主要政策表态

时间	会议	内容
2022/1/20	全国住房和城乡建设工作会议	毫不动摇坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，不把房地产作为短期刺激经济的工具和手段，继续稳妥实施房地产长效机制，持续整治规范房地产市场秩序。 <b>大力增加保障性租赁住房供给，完善城镇住房保障体系，指导各地合理确定本地区住房保障制度安排。加快发展长租房市场。</b>
2022/1/24	银保监会工作会议	<b>坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，持续完善“稳地价、稳房价、稳预期”房地产长效机制，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。</b>
2022/2/24	推动住房和城乡建设高质量发展发布会	坚持稳字当头、稳中求进。继续稳妥实施房地产长效机制，保障住房的刚需，同时 <b>满足合理的改善性需求，促进房地产业良性循环和健康发展，努力稳地价、稳房价、稳预期。</b>
2022/3/5	两会	<b>继续保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。</b>
2022/3/6	银保监会、央行发布关于加强新市民金融服务工作的通知	其中关于房地产方面，强调优化住房金融服务， <b>满足新市民安居需求。助力增加保障性住房供给；支持住房租赁市场健康发展；满足新市民合理购房信贷需求；提升新市民住房公积金服务水平；优化新市民安居金融服务。</b>

2022/3/12	财政部有关负责人就房地产税改革试点问题答记者问	房地产税改革试点依照全国人大常委会的授权进行，一些城市开展了调查摸底和初步研究，但综合考虑各方面的情况， <b>今年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件。</b>
2022/3/13	国务院金融稳定发展委员会召开专题会议	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。
2022/4/29	中共中央政治局会议	<b>要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展。</b>
2022/5/4	中国人民银行、银保监会、证监会	<b>央行：要执行好房地产金融审慎管理制度，及时优化房地产信贷政策，保持房地产融资平稳有序，支持刚性和改善性住房需求；银保监会：加强新市民金融服务，落实差别化住房信贷政策；证监会：积极支持房企债券融资，研究拓展基础设施 REITs 试点范围。</b>
2022/5/15	央行、银保监会发布关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知	对于贷款购买普通自住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点，二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。
2022/5/31	国务院发布《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》	对失去收入来源的人群，金融机构对其存续的个人住房等贷款，灵活采取合理延后还款时间、延长贷款期限、延期还本等方式调整还款计划。继续推动实际贷款利率稳中有降，实施住房公积金阶段性支持政策，依据国土空间规划和上一年度进城落户人口数量，合理安排各类城镇年度新增建设用地规模。
2022/7/14	银保监会	回应停贷事件：关注到个别房企楼盘出现延期交付情况，这件事的关键在于“保交楼”，对此银保监会高度重视。支持商品市场更好满足购房者合理需求。
2022/7/21	银行业保险业运行发展情况新闻发布会	银保监会将保持房地产金融政策的连续性、稳定性，加强与相关部门的沟通配合， <b>保持房地产融资平稳有序，支持商品房市场更好满足购房者合理住房需求。</b>
2022/7/28	中央政治局会议	要稳定房地产市场，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生。
2022/8/1	人民银行召开 2022 年下半年工作会议	支持多省地方政府和监管部门处置化解个别企业、个别机构风险事件。牵头设立金融稳定保障基金。 <b>维护房地产市场融资平稳有序，引导个人住房按揭贷款利率下行，支持刚性和改善性住房需求。大型平台企业在金融领域无序扩张得到有效遏制，整改工作取得显著成效。因城施策实施好差别化住房信贷政策。</b> 保持房地产信贷、债券等融资渠道稳定，加快探索房地产新模式。督促平台企业全面完成整改，实施规范、透明、可预期的常态化监管，发挥好平台经济创造就业和促进消费的作用。
2022/8/12	中国银保监会举行新闻通气会	① <b>积极支持更加有力地推进“保交楼、稳民生”工作</b> ，银保监会积极指导银行在配合地方政府压实各方责任的有序安排下，积极主动参与合理解决资金硬缺口的方案研究，做好具备条件的信贷投放，千方百计推动“保交楼、稳民生”。同时指导银行稳妥实施房地产金融审慎管理制度，坚持风险可控。②下一步， <b>银保监会将继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位</b> ，进一步落实好房地产金融审慎管理制度，有效满足房地产企业合理融资需求，大力支持租赁住房建设，支持项目并购重组，以新市民和城镇年轻人为重点，更好满足刚性和改善性住房需求。加强与各方工作协同，配合积极推进“保交楼、稳民生”工作，依法依规做好相关金融服务，促进房地产业良性循环和健康发展。
2022/8/19	住房和城乡建设部、财政部、人民银行等	稳妥实施房地产长效机制，抓紧完善相关制度和政策工具箱，探索新的发展模式，持续整顿规范房地产市场秩序，营造守法诚信、风清气正的市场环境，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展。
2022/8/22	央行召开部分金融机构货币信贷形势分析座谈	保持贷款总量增长的稳定性，增加对实体经济贷款投放，要 <b>保障房地产合理融资需求。</b>

会		
2022/9/9	银保监会发布《中共中国 银保监会委员会关于十 九届中央第八轮巡视整 改进展情况的通报》	①坚持“房住不炒”定位，支持首套和改善性住房需求，合理满足房地产和建筑业贷款需求。②加大保障性租赁住房信贷支持力度，明确保障性租赁住房项目贷款不纳入房地产贷款集中度管理。③指导有序开展并购贷款，支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，指导资产管理公司参与受困房企风险化解，促进房地产市场平稳健康发展。④坚持不懈防范化解金融风险。有序推进高风险金融机构处置。  支持地方做好“保交楼”工作，促进房地产市场平稳健康发展。
2022/9/23	中国人民银行货币政策 委员会 2022 年第三季 度（总第 98 次）例会	因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求，推动“保交楼”专项借款加快落地使用，并视需要适当加大力度，引导商业银行提供配套融资支持，维护住房消费者合法权益，促进房地产市场平稳健康发展。
2022/9/29	人民银行、银保监会发 布《关于阶段性调整差别 化住房信贷政策的通知》	①对于 2022 年 6-8 月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，在 2022 年底前， <b>阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限</b> 。二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行。②按照“因城施策”原则，符合上述条件的城市政府可根据当地房地产市场形势变化及调控要求， <b>自主决定阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限</b> ，人民银行、银保监会派出机构指导省级市场利率定价自律机制配合实施。
2022/9/30	财政部和税务总局发布 《关于支持居民换购住 房有关个人所得税政策 的公告》	2022 年 10 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
2022/9/30	中央人民银行	自 2022 年 10 月 1 日起， <b>下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，5 年以下(含 5 年)和 5 年以上利率分别调整为 2.6% 和 3.1%</b> 。
2022/10/14	财政部《关于加强“三 公”经费管理严控一般 性支出的通知》	严禁通过举债储备土地， <b>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</b> 。
2022/10/16	中国共产党第二十次全 国代表大会	<b>坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制 度。</b>
2022/10/20	证监会	对于涉房地产企业， <b>允许以下存在少量涉房业务但不以房地产为主业的企业在 A 股市场融资</b> ，条件为：自身及控股子公司涉房的，最近一年一期房地产业务收入、利润占企业当期相应指标的比例不超过 10%；参股子公司涉房的，最近一年一期房地产业务产生的投资收益占企业当期利润的比例不超过 10%。
2022/10/26	国务院办公厅《第十次全 国深化“放管服”改革 电视电话会议重点任务 分工方案》	给予地方更多自主权，因城施策运用好政策工具箱中的 40 多项工具，灵活运用阶段性信贷政策，支持刚性和改善性住房需求。有关部门和各地区要认真做好保交楼、防烂尾、稳预期相关工作，用好保交楼专项借款，压实项目实施主体责任，防范发生风险，保持房地产市场平稳健康发展。
2022/11/8	中国银行间市场交易商 协会“第二支箭”扩容	“第二支箭”由人民银行再贷款提供资金支持，委托专业机构按照市场化、法治化原则，通过担保增信、创设信用风险缓释凭证、直接购买债券等方式， <b>支持民营企业发债融资</b> 。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。
2022/11/14	银保监会、住建部、央 行联合发布《关于商业银 行出具保函置换预售监	监管账户内资金达到住房和城乡建设部门规定的监管额度后， <b>房地产企业可向商业银行申请出具保函置 换监管额度内资金</b> 。商业银行可按市场化、法治化原则，在充分评估房地产企业信用风险、财务状 况、声誉风险等的基础上进行自主决策，与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务。

管资金有关工作的通知》

2022/11/23  
《中国人民银行中国银  
行保险监督管理委员会  
关于做好当前金融支持  
房地产市场平稳健康发  
展工作的通知》

**满足房地产项目合理融资要求**，支持各地因城施策实施差别化住房信贷政策，支持开发贷、信托贷合  
理展期，支持优质房地产企业发行债券融资。保持信托等资管产品融资稳定，鼓励信托等资管产品支  
持房地产合理融资需求。**积极做好“保交楼”金融服务**，发性政策性银行提供“保交楼”专项借款。  
做好房地产项目并购金融支持。已进入司法重整的项目，探索市场化支持方式。鼓励消费者依法自主  
协商延期还本付息，并保护个人征信权益。延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排。**阶段性优化**  
**房地产项目并购融资政策**。**优化住房租赁信贷服务**。拓宽住房租赁市场多元化融资渠道。

2022/11/28  
证监会“第三支箭”落  
地

**恢复涉房上市公司并购重组及配套融资**；**允许上市房企非公开方式再融资**，允许其他涉房上市公司再  
融资，要求再融资募集资金投向主业。调整完善房地产企业境外市场上市政策。**推动保障性租赁住房**  
**REITs 常态化发行**，努力打造 REITs 市场的“保租房板块”，鼓励优质房地产企业依托符合条件的  
仓  
储物流、产业园区等资产发行基础设施 REITs，或作为已上市基础设施 REITs 的扩募资产。**开展不**  
**动产私募投资基金试点**，允许符合条件的私募股权基金管理人设立不动产私募投资基金，

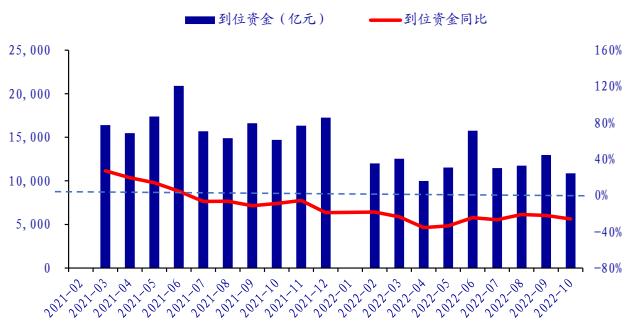
资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

### 三、资金面：房企资金恶化程度趋于见底，政策支持下有望 平稳度过偿债高峰

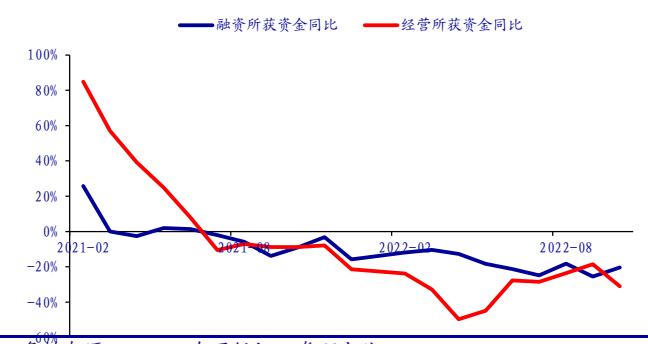
#### （一）融资及经营资金双双下滑，到位资金同比恶化程度趋于见底

房地产开发企业到位资金同比趋于见底，资金链紧张。根据国家统计局数据显示，自2021年以来，到位资金开始持续走弱，于7月份初现负增长，随后跌幅一路走阔，呈现出恶化程度深、修复速度慢的特点。2022年2月份到位资金12000亿元，同比增速-18.42%，较疫情同期下降2.09pct，5月份同比跌幅一度扩大到-33.66%，触及历史低点，随后几个月维持在同比20%左右降幅，趋于见底。到位资金史无前例加速下跌导致房企资金链紧张。

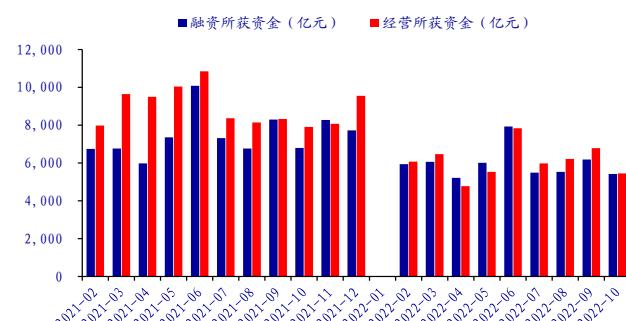
融资现金流与销售回款体量相当，双通道资金均同比减少。从到位资金结构上来看，2022年10月融资资金（银行及非银融资）占比49.85%，销售回款（个人按揭贷款、定金及预收款）占比50.15%，两者体量相当，不同于上轮周期中融资资金占比达到六成的高杠杆情况。2021年以来，三道红线、贷款集中管理制度分别从需求端及供给端限制房地产开发企业融资，叠加预售资金监管严格，部分项目开始停工，由此引发了“房企资金链压力加大—项目停工—居民购房信心不足—销售回款难度加大—大规模停工—销售加速下滑”的恶性循环。从数据上也能看到，经营现金流与融资现金流双双恶化，且经营性现金流下跌更快，4月份经营现金流同比降幅-49.74%，达到历史底部，10月份降幅收窄至-31.10%，而融资现金流10月份同比降幅-20.34%，稍有见底迹象。

**图 55：房企到位资金（亿元）**


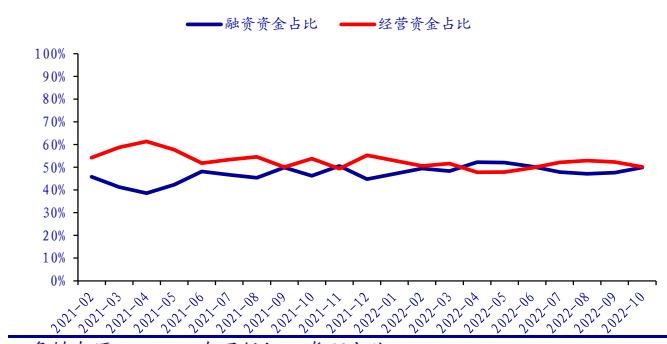
资料来源：wind，中国银河证券研究院

**图 57：融资资金及经营资金同比变化（%）**


资料来源：wind，中国银河证券研究院

**图 56：融资资金及经营资金（亿元）**


资料来源：wind，中国银河证券研究院

**图 58：融资资金及经营资金占比**


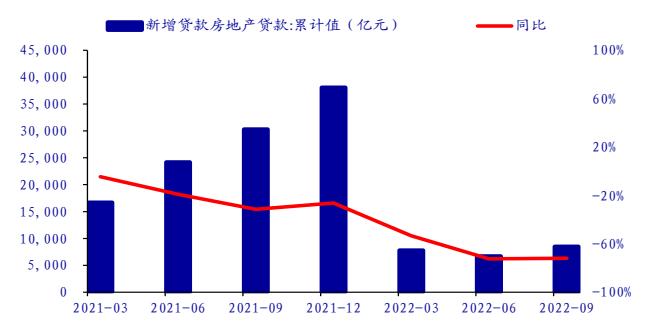
资料来源：wind，中国银河证券研究院

## （二）银行贷款占比下降，新增贷款额断崖下跌

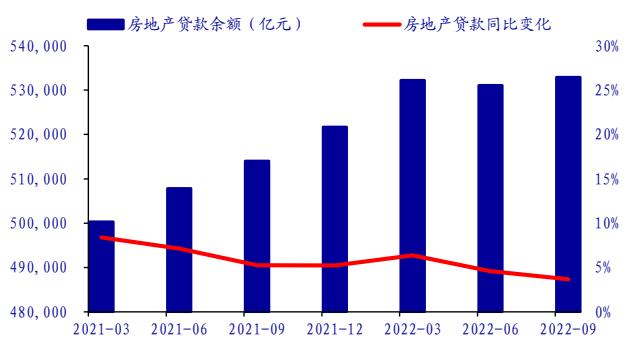
房地产贷款增速持续下行，房地产行业信贷占比明显下降。由于房地产信贷集中管理制度，2022年上半年，包括开发贷和个人住房贷款在内的房地产贷款余额53.11万亿，同比增速4.2%，持续下行。房地产贷款在银行业金融机构存量贷款的占比也略有下降，从至2021年中的27.4%下降至2022年三季度的25.28%。房地产贷款增速持续下行，房地产行业存量信贷占比明显下降。新增贷款方面，2022年三季度新增8488亿元，同比下降71.99%，降幅趋于稳定。随着金融十六条宣布暂时放松房地产信贷集中管理制度，预计房地产行业银行端贷款会稍有回升。

**图 59：房地产贷款余额（亿元）及占各项贷款总额比值（%）**


资料来源：wind，中国银河证券研究院

**图 60：新增房地产贷款额（亿元）及同比（%）**


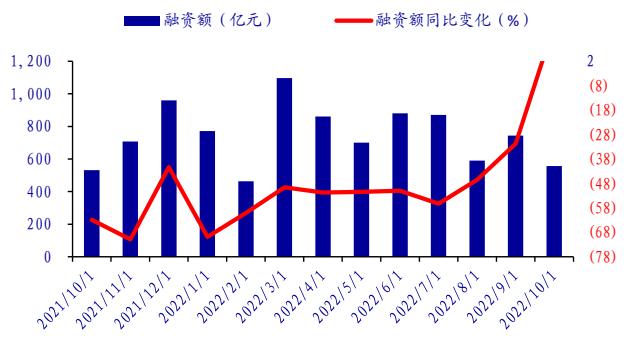
资料来源：wind，中国银河证券研究院

**图 61：房地产贷款余额（亿元）及同比增速（%）**


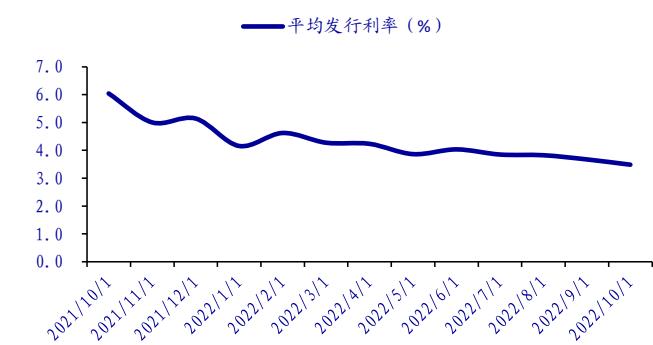
资料来源：wind，中国银河证券研究院

### （三）非银融资十月首次同比增速转正

政策改善融资环境，非银融资同比增幅转正。2022 年 10 月房地产企业非银融资总额为 556.8 亿元，同比上升 4.68%。行业平均利率为 3.48%，同比下降 2.39 个百分点，环比上升 0.01 个百分点。本月融资同比首次出现正增长，与行业进入下行周期的初期相比，行业融资已出现修复迹象。

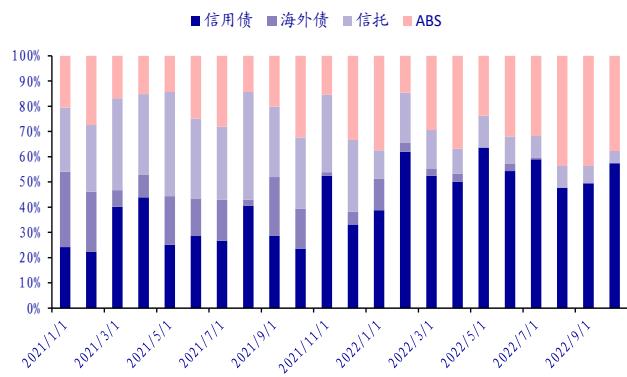
**图 62：非银融资额（亿元）及同比增速（%）**


资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

**图 63：平均发行利率（%）**


资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

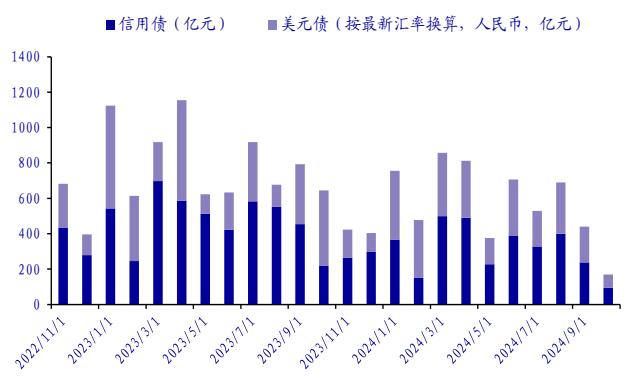
**ABS 融资及信用债占比超九成，无新发海外债。**从融资结构来看，10 月信用债规模占比 57.4%，海外债占比 0%，信托占比 4.9%，ABS 融资占比 37.7%。具体来看，房地产行业信用债融资同比上升 155.7%，环比下降 17.5%，主要是由于基数较低，政策支持力度大，成为各渠道中修复最快的融资方式；海外债曾经是房企主要融资渠道之一，自 21 年 10 月花样年宣布违约美元债起，海外债融资渠道接近停滞，融资金额极小，甚至 22 年 5、8、9、10 月均无海外债发行；信托融资同比下降 72.1%，环比下降 46.5%，受强监管影响，信托类下行趋势仍十分明显，随着 11 月松绑信托融资渠道，后续信托融资值得期待；ABS 融资同比上升 22.2%，环比下降 35.3%，ABS 在房企融资的市场定位已由“融资补充”变为“主要抓手”。

**图 64：非银融资结构分布**


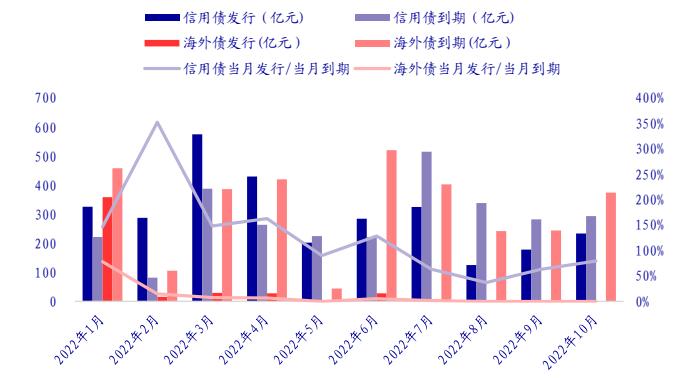
资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

#### (四) 明年上半年迎来偿债高峰

从房企未来债券到期情况来看，2023年1、3、4月偿债压力较大，到期规模分别为1124.1亿元、917.62亿元和1155.3亿元。债务压力到2024年才会有明显缓解。2022年以来房企主要偿债压力仍在国内信用债方面，1-10月份信用债与海外债到期规模为6953.4亿元。其中，10月份房企偿债压力有所下降，10月份信用债及海外债到期规模为668.97亿元。从当月发行/当月到期角度来看，22年10月份信用债当月发行占当月到期的比例为79.65%，海外债当月发行占当月到期的比例为0.0%，信用债得到边际改善。

**图 65：未来两年债务到期情况（亿元）**


资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

**图 66：房企债券发行及到期比例**


资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

#### (五) 供给侧出清阶段，对资金充裕拿地积极的房企是机遇

房地产金融化防范已取得一定成效，供给侧改革逐步深化，居民杠杆率企稳回落，由供给侧改革带来的融资阵痛仍在持续。历经一年半的市场下行、行业出清，房企于11月迎来多部门第二支箭、金融16条、保函置换预售监管资金统一规定，相关规定对房金融资形成了信贷、信托、举债、预售资金等多方面的支持，为解决房企流动性压力、扭转融资困境、提振经营能力、恢复市场信心提供全面的政策支撑，后续房企信用修复及融资改善或只是时间问题。

2022年重点监测的房企中，拿地总金额前三分别为：保利、华润置地、建发房产，拿地总面积前三分别为：保利、华润置地、招商蛇口，拿地主体仍以国央企为主，滨江集团和龙湖集团作为实力强劲的民企代表仍在积极参与拿地，扩充土储。拿地强度上，从金额口径来看，滨江集团、建发房产、华润置地位列前三，从面积口径来看，滨江集团以189%的强度稳居第一，远超华润置地（71.5%）以及华发股份（47.4%），在投资拿地及扩充土储上态度积极，而受行情走低、信心不足、经营压力等因素影响，多数房企本年度投资拿地策略趋于审慎保守，投资开工施工销售全链条趋于下行，传导不利，预期将在明年迎来全链条修复。行业供给侧出清仍在进行中，这个阶段对于积极拿地的房企是一个拿地利润率和市长率双提升的好机会，22-23年房企的拿地格局将决定未来的市场格局，市场驱动力由需求侧的繁荣转变为供给侧的竞争。

表7：重点房企2022年拿地情况

企业名称	拿地金额(亿元)	拿地建面(万平)	销售金额(亿元)	销售面积(万平)	拿地强度(金额)	拿地强度(面积)
保利发展	779.44	534.61	2433	1456	32.04%	36.72%
华润置地	751.68	518.55	1558	725	48.25%	71.52%
建发房产	546.08	196.97	884	462	61.77%	42.63%
滨江集团	514.42	271.38	712	143	72.25%	189.77%
招商蛇口	511.15	264.44	1386	652	36.88%	40.56%
越秀地产	325.26	190.21	914	310	35.59%	61.36%
万科	268.64	187.96	2342	1418	11.47%	13.26%
华发股份	232.11	87.13	537	184	43.22%	47.36%
龙湖集团	207.63	205.59	1110	657	18.71%	31.29%
首开股份	78.30	14.90	492	170	15.91%	8.77%
金地集团	69.64	71.10	1123	478	6.20%	14.87%
碧桂园	9.06	34.06	3081	3824	0.29%	0.89%
中交房地产	7.18	0.01	296	117	2.43%	0.01%
新城控股	0.82	0.49	708	720	0.12%	0.07%

资料来源：中指研究院，中国银河证券研究院

## 四、2023年核心运行数据判断

2023年基本面的走势取决于政策的宽松程度，但考虑到基本面修复的过程中有较多不确定因素，如需求侧对于政策的反应时滞、居民购房信心的恢复时点、房企流动性的恢复程度等，我们基于中性和乐观两种情景对2023年的核心指标进行预测，由于悲观情景的发生概率较小，故这里不做分析。

中性情景：

2023年全国商品房销售面积同比增速-3.2%，销售金额同比增速-2.4%。中性情景下我们预期，政策在当前宽松节奏下稳中有进、房价保持稳定、行业风险得到有效控制，销售在此环境下走上稳健的实质性复苏道路。但由于需求侧对于政策反应有一定时滞并且购房信心的恢复不可一蹴而就，大概率以“时间换空间”，预计2023年销售处于“U”型的底部抬升阶段。我们分析了2015年至今的商品房销售额当月同比和环比的变化规律，结合季节性变化因素影响，行业风险事件、新开工、预期的影响，以及对政策变化预期的考虑，综合预测了2023年商品房销

售额当月同比及环比，并以此预测出 2023 年，全国商品房销售面积同比增速-3.2%，销售金额同比增速-2.4%。

**土地购置费：**从历史走势看，土地成交价款作为先行指标，领先土地购置费约 2-3 个季度，可根据土地成交价款的变动预期未来半年到 1 年左右土地购置费的变动趋势。2022 年 1-10 月土地成交价款累计同比增速急速下跌，从年初的-26.7%一路跌至-46.9%，土地购置面积跌幅更深，同比达到-53%，主要由于房企拿地城市能级上移；由于滞后性，土地购置费累计增速年初至今逐步走低，但下跌幅度远小于土地成交价款，从 11.3%下行到-5.7%。我们认为明年随着供给侧全渠道信贷空间打开，房企的流动性紧张局面将得到缓解，一方面，销售尚未企稳房企，拿地整体上还将偏谨慎，另一方面，低库存和拿地能级上移也将对土地成交价款形成支撑，我们预计，**土地购置费 2023 年增速为-15%**。

**建筑工程费用：**建筑工程费用的决定因素有施工面积和单位建筑安装费用。新开工和竣工面积决定施工面积。

**新开工面积：**新开工面积的影响因素有土地购置面积、存量土地开发面积和未来销售预期。综合来看，我们预计，**2023 年新开工面积增速为-26%**。

**竣工面积：**2021 年，新开工面积减竣工面积的差值终于迎来减小，竣工周期回归得到验证，2022 年由于流动性紧张造成部分项目停工，影响了竣工节奏。目前“保交楼”为第一要务，政策端资金倾斜的首要对象为确保项目交付，所以竣工修复具备确定性，**预计 2023 年竣工面积增速 2.3%**。

**施工面积：**根据当年施工面积=上年度施工面积-上年度竣工面积+当年新开工面积-当年净停工面积的计算公式，我们测算**2023 年施工面积同比增速-6%**。

我们预计**房地产开发投资 2023 年同比增速在-9.5%**。开发投资额按投资内容为标准，可划分为建筑工程、安装工程、设备工具购置、其他费用（包含土地购置费），截止到 2022 年 10 月，四项费用分别占开发投资的比例为 58.7%、3.4%、0.9% 及 37.0%，其中，单看土地购置费的占比是 32.2%。可以看出，建安工程费用和土地购置费用是影响房地产开发投资变动的主要因素。我们综合以上结果，测算得出**房地产开发投资 2023 年同比增速为-9.5%**。

#### 乐观情景：

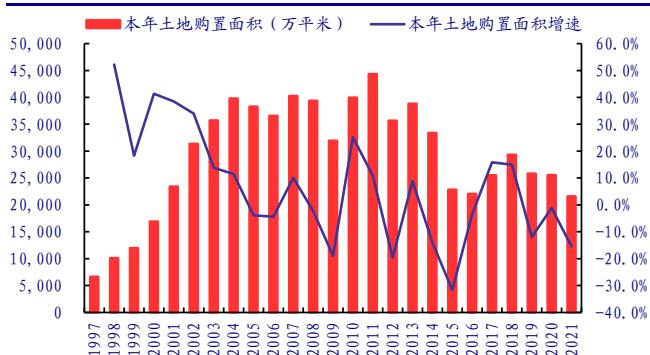
在乐观情境下，我们预期需求侧宽松政策应出尽出、购房者信心大幅提振、房价微幅上涨、行业风险得到有效控制，销售热度得到较快修复，2023 年全国商品房销售面积同比增速 2%，销售金额同比增速 4.6%，新开工面积同比-5%，竣工面积同比 5.6%，房地产开发投资同比-0.7%。

表 8：2023 年核心运行数据测算

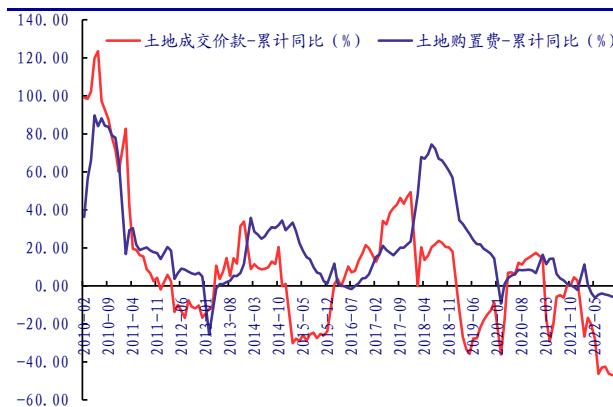
指标	商品房销售面积同比	商品房销售额同比	房屋新开工面积同比	房屋竣工面积同比	房地产开发投资完成额同比
2013	17.30	26.30	13.50	2.00	19.80
2014	-7.60	-6.30	-10.70	5.90	10.50
2015	6.50	14.40	-14.00	-6.90	1.00
2016	22.50	34.80	8.10	6.10	6.90
2017	7.70	13.70	7.00	-4.40	7.00
2018	1.30	12.20	17.20	-7.80	9.50

2019	-0.10	6.50	8.50	2.60	9.90
2020	2.60	8.70	-1.20	-4.90	7.00
2021	1.90	4.80	-11.40	11.20	4.40
2022E	-21.6	-25.2	-36.5	-16.3	-10.2
2023E 中性	<b>-3.2</b>	<b>-2.4</b>	<b>-26</b>	<b>2.3</b>	<b>-9.5</b>
2023E 乐观	<b>2</b>	<b>4.6</b>	<b>-5</b>	<b>5.6</b>	<b>-0.7</b>

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

**图 67: 各年度土地购置面积及同比增速**


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

**图 69: 土地成交价款变动领先土地购置费半年左右**


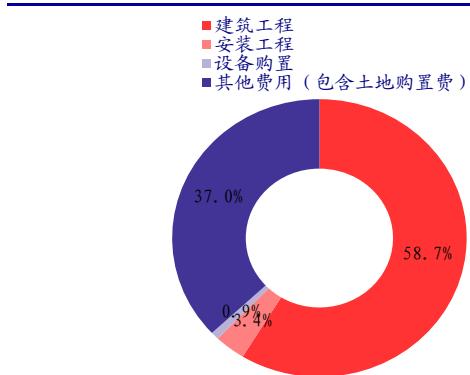
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

## 五、房地产板块行情回顾

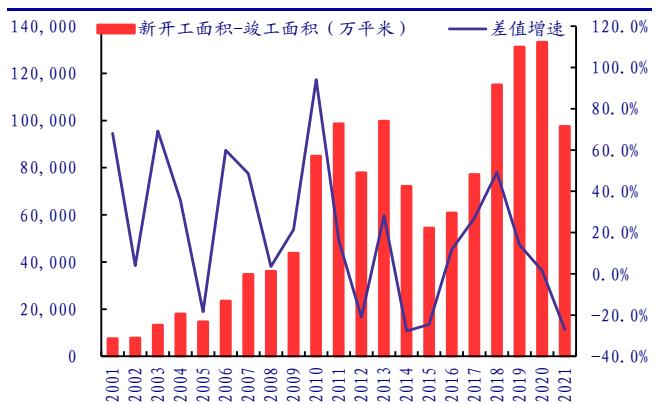
### (一) 房地产板块 PE、PB 估值比较

房地产板块估值目前处于历史底部区域，PE 出现小幅回升，PB 仍在下行，修复空间仍大。截至 2022 年 11 月底，房地产行业 TTM 市盈率（历史整体法）为 11.73X，估值水平在波动中调整。目前房地产版块 PE 估值分别高于 1 年移动均值 9.51X、3 年移动均值 8.62X、5 年移

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

**图 68: 房地产开发投资的构成占比 (2022 年 1-10 月数据)**


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

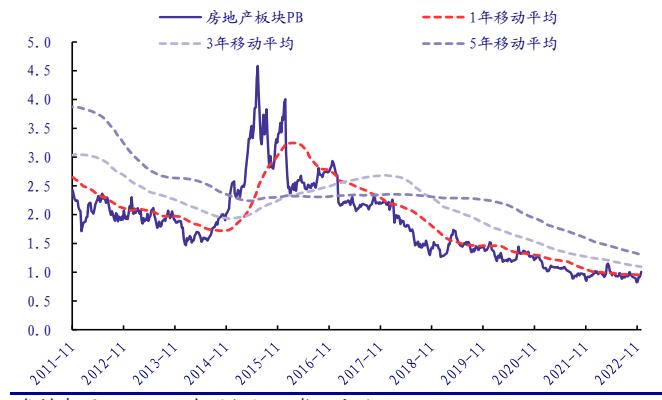
**图 70: 新开工面积与竣工面积差值**


资料来源: wind, 中国银河证券研究院

动均值 9.65X。2022 年以来，住宅板块估值在波动中上升，尤其在 11 月出现显著上涨，但较 2018 年 17.78X 高点仍有较大向上修复空间。房地产行业 PB（整体法）为 1.01X，高于 1 年移动均值 0.96X，但低于 3 年移动平均 1.09 以及 5 年移动平均 1.30，2022 年全年，市净率及其 1 年、3 年、5 年移动平均值仍处于下行趋势，虽于年底出现小幅度波动回升，但仍处于 10 年以来的底部区域，未来修复空间较大。

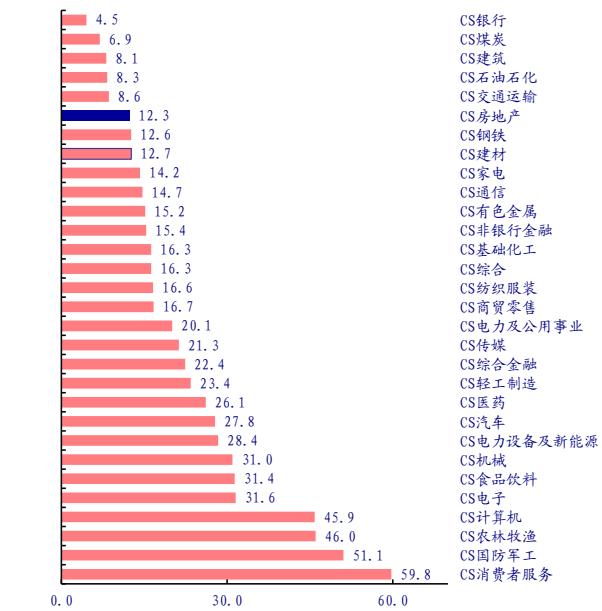
**图 71：房地产板块 PE**


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**图 72：房地产板块 PB**


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

截止到 2022 年 11 月底，PE 最低的是银行行业 4.52X，房地产行业 PE 为 12.32X，排名倒数第 6 位，与上月持平，在所有行业分类中房地产的市盈率偏低。PB 最低的是银行业，为 0.46 倍 PB，房地产行业排倒数第四，较上月上升一位，市净率为 1.01X，从行业纵比的角度来看房地产的市净率同样偏低。

**图 73：行业 PE 比较**


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

**图 74：行业 PB 比较**


资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

## （二）住宅及物业板块市场表现

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

沪深 300 指数(000300.SH)和房地产行业指数(CI005023.WI)涨幅分别为-21.65%和-1.48%, 2022 年全年, 地产行业走势略好于市场整体水平, 两者呈现基本相同的涨跌趋势, 房地产板块在 4 月出现涨幅高峰, 在 10 月出现降幅低谷。截止到 2022 年 11 月底, 恒生指数(HSI.HI)和恒生物业服务及管理(HSPSM.HI)涨幅分别为-20.15%和-37.67%, 物管指数在今年 3 月之前表现强于大盘, 但在此后与大盘的差距逐渐拉开, 两者均在 11 月出现较为同步的回升趋势, 在波动中实现逐步修复。

图 75: 恒生指数与恒生物业服务及管理指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 76: 房地产行业指数与沪深 300 指数



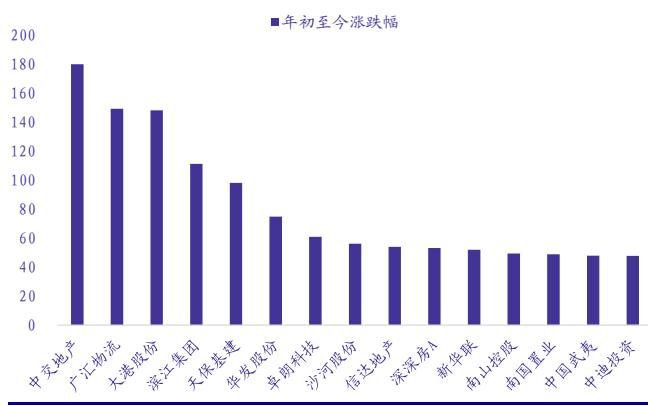
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### (三) 住宅及物管个股表现

A股房企涨跌参半。截止到 2022 年 11 月底, 中交地产、广汇物流、大港股份、滨江集团、天保基建年初至今的收益率领涨 A 股房地产上市企业, 涨幅分别为 179.88%、149.11%、148.10%、111.14%、98.07%。跌幅前五的房企则为中天金融、万业企业、中南建设、荣盛发展、金科股份, 跌幅分别为-38.25%、-40.34%、-41.06%、-43.90%、-51.33%。

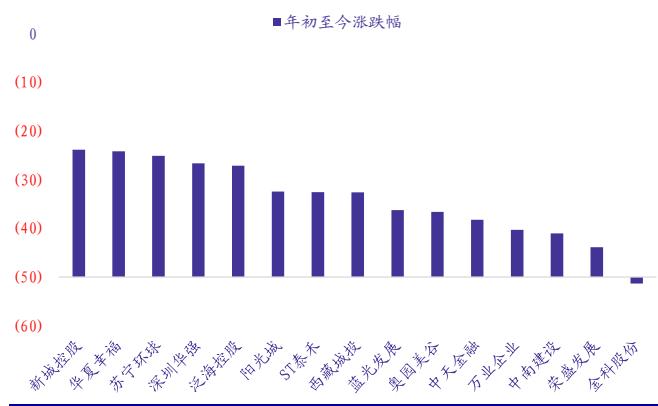
港股物管企业跌多涨少。截止到 2022 年 11 月底, 涨幅前五的企业分别是雅居投资控股、绿城管理控股、时代环球集团、越秀服务、华发物业服务, 涨幅分别为 28.45%、21.24%、18.05%、6.62%、6.00%。创毅控股、GSN CROP 两家企业与年初持平。跌幅前五的物管企业则为浦江中国、佳兆业美好、康桥悦生活、佳源服务、正荣服务, 跌幅均超过了 60%, 分别为-64.22%、-66.02%、-68.18%、-80.11%、-85.30%。

图 77: 房地产板块涨跌幅前 15 公司

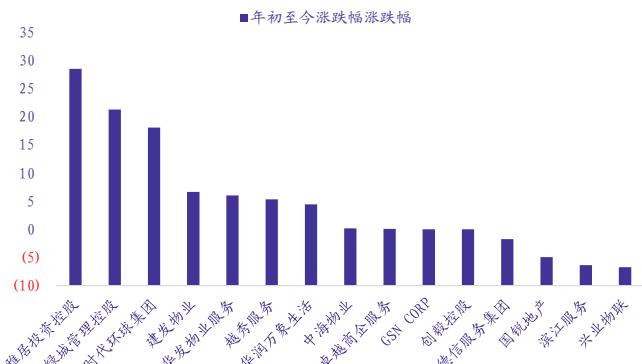


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

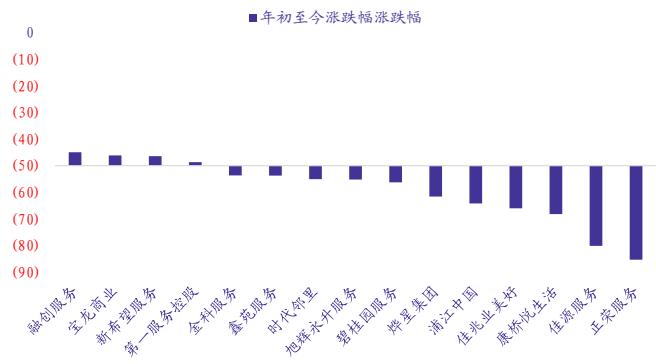
图 78: 房地产板块涨跌幅后 15 公司



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**图 79：港股物管涨幅前 15 公司**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**图 80：港股物管涨幅后 15 公司**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 六、投资建议

2023 年政策环境依旧以宽松为主，政策的发力程度依旧是博弈逻辑，关注两个主要变化，销售及行业风险。预计 2023 年一二线城市房价基本稳定，三四线城市微幅下行，首套房贷利率最低有望达到 3.7%。我们对房地产行业 2023 年核心运行数据的判断：全国商品房销售面积同比增速-3.2%，销售金额同比增速-2.4%，土地购置费速为-15%，新开工面积增速为-26%，竣工面积增速 2.3%，房地产开发投资 2023 年同比增速在-9.5%。

政策端供需两侧双管齐下有望助推销售正式迈入复苏道路，短期内看好供需两端政策共振带来的板块修复行情，中长期的机会来自于拿地利润率和市占率的提升。2023 年行业供给侧出清还未结束，格局在曲折的修复路径中不断重塑，政策并不是无差别托底，房企分化逻辑加强，未来优质的资源将不断向头部房企聚集。我们看好融资通畅，拿地积极的强信用房企投资机会，建议关注两条主线：

1) 强信用、厚土储、优布局的全国性布局房企和确定性强的区域性房企：保利发展(600048)、金地集团(600383)、招商蛇口(001979)、万科 A(000002)、滨江集团(002244)、建发股份(600153)、华发股份(600325)；

2) 母公司稳定经营的优质物管公司及受益于保租房的逆周期代建公司：招商积余(001914)、万物云(2602)、绿城管理控股(9979)。

**表 9：重点公司盈利预测及估值表**

公司名称	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
		21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
保利发展	15.96	2.29	2.35	2.35	2.76	6.98	6.78	6.78	5.79
招商蛇口	14.62	1.16	1.22	1.22	1.55	10.91	12.00	12.00	9.43
金地集团	11.15	2.08	2.12	2.12	2.40	5.35	5.27	5.27	4.65
万科 A	19.48	1.94	2.09	2.09	2.43	10.06	9.33	9.33	8.01
滨江集团	9.58	0.97	1.20	1.20	1.64	9.85	7.99	7.99	5.83
建发股份	14.60	2.07	2.17	2.17	2.84	7.19	6.72	6.72	5.14
华发股份	9.90	1.34	1.63	1.63	1.92	6.56	6.08	6.08	5.15
招商积余	16.57	0.48	0.62	0.62	0.97	34.26	26.84	26.84	17.07
万物云	53.00	1.65	1.68	2.25	3.10	30.62	31.48	23.53	17.10
绿城管理控股	6.20	0.29	0.36	0.46	0.58	18.03	17.19	13.58	10.77

资料来源: wind, 中国银河证券研究院 (股价日期为 2022 年 12 月 13 日)

## 七、风险提示

基本面数据恢复不及预期、需求侧政策宽松不及预期、房价超预期下行等风险。

## 插图目录

图 1: 商品房销售面积及销售额累计同比 .....	1
图 2: 月商品房销售面积、销售额及销面同比 .....	1
图 3: 房屋新开工面积累计同比 .....	2
图 4: 房屋竣工面积累计同比 .....	2
图 5: 地产投资累计同比 .....	2
图 6: 月度地产投资及同比 .....	2
图 7: 100 大中城市土地供应数量 (宗) .....	3
图 8: 100 大中城市土地供应面积 (万方) .....	3
图 9: 一线、二线、三线城市土地供应数量 (宗) .....	3
图 10: 一线、二线、三线城市土地供应面积 (万方) .....	3
图 11: 100 大中城市土地成交数量 (宗) .....	4
图 12: 一线、二线、三线城市土地成交数量 (宗) .....	4
图 13: 100 大中城市土地成交面积 (万方) .....	4
图 14: 一线、二线、三线城市土地成交面积 (万方) .....	4
图 15: 100 大中城市累计土地成交金额 (亿元) .....	4
图 16: 一线、二线、三线城市累计土地成交金额 (亿元) .....	4
图 17: 100 大中城市成交土地楼面均价 (元/平米) .....	5
图 18: 一线、二线、三线城市成交土地楼面均价 (元/平米) .....	5
图 19: 成交土地溢价率 .....	5
图 20: 全国土拍流拍率 .....	5
图 21: 第一批土拍 22 城成交情况 .....	6
图 22: 第二批土拍 22 城成交情况 .....	6
图 23: 第三批土拍 22 城成交溢价情况 .....	6
图 24: 第三批土拍 22 城成交与流拍情况 .....	6
图 25: 第三批土地供应量 (万方) .....	6
图 26: 第三批土拍 22 城成交价格情况 .....	6
图 27: 2022 年三轮次土拍溢价情况 .....	7
图 28: 2022 年三轮次土拍流拍情况 .....	7
图 29: 第四批土地供应量 (万方) .....	9
图 30: 2022 年各轮次国企民企拿地权益面积 .....	10
图 31: 2022 年各轮次国企民企拿地权益金额 .....	10
图 32: 70 个大中城市新建商品住宅价格指数同比变化 (%) .....	11
图 33: 70 个大中城市新建商品住宅及二手住宅价格同比变化 .....	11
图 34: 百城住宅价格指数同比变化 (%) .....	11
图 35: 2014-2022 年首套房和二套房平均利率 (%) .....	12
图 36: 2008-2022 年个人住房贷款加权平均利率 (%) .....	12
图 37: 2008-2022 年个人住房贷款加权平均利率/房贷基准利率 .....	12
图 38: 2008-2022 个人住房贷款加权平均利率/一般贷款利率 .....	12
图 39: 2008-2022 年个人住房贷款加权平均利率-房贷基准利率 .....	13

图 40: 2008-2022 个人住房贷款加权平均利率-一般贷款利率 .....	13
图 41: 内地房企股权融资总额 .....	18
图 42: 内地房企股权融资参与数量 .....	18
图 43: 内地房企股权融资方式对比 (按金额) .....	18
图 44: 内地房企股权融资方式对比 (按数量) .....	18
图 45: 2006 年再融资放开前后商品房开工走势 .....	19
图 46: 2006 年再融资放开前后商品房销售走势 .....	19
图 47: 2006 年再融资放开前后商品房库存走势 .....	19
图 48: 2006 年再融资放开前后房价走势 .....	19
图 49: 2015 年再融资放开前后商品房开工走势 .....	20
图 50: 2015 年再融资放开前后商品房销售走势 .....	20
图 51: 2015 年股权融资放开前后商品房库存走势 .....	20
图 52: 2015 年股权融资放开前后房价走势 .....	20
图 53: 2006 年股权融资放开前后房地产行业资本市场表现 .....	21
图 54: 2015 年股权融资放开前后房地产行业资本市场表现 .....	21
图 55: 房企到位资金 (亿元) .....	25
图 56: 融资资金及经营资金 (亿元) .....	25
图 57: 融资资金及经营资金同比变化 (%) .....	25
图 58: 融资资金及经营资金占比 .....	25
图 59: 房地产贷款余额 (亿元) 及占各项贷款总额比值 (%) .....	25
图 60: 新增房地产贷款额 (亿元) 及同比 (%) .....	25
图 61: 房地产贷款余额 (亿元) 及同比增速 (%) .....	26
图 62: 非银融资额 (亿元) 及同比增速 (%) .....	26
图 63: 平均发行利率 (%) .....	26
图 64: 非银融资结构分布 .....	27
图 65: 未来两年债务到期情况 (亿元) .....	27
图 66: 房企债券发行及到期比例 .....	27
图 67: 各年度土地购置面积及同比增速 .....	30
图 68: 房地产开发投资的构成占比 (2022 年 1-10 月数据) .....	30
图 69: 土地成交价款变动领先土地购置费半年左右 .....	30
图 70: 新开工面积与竣工面积差值 .....	30
图 71: 房地产板块 PE .....	31
图 72: 房地产板块 PB .....	31
图 73: 行业 PE 比较 .....	31
图 74: 行业 PB 比较 .....	31
图 75: 恒生指数与恒生物业服务及管理指数 .....	32
图 76: 房地产行业指数与沪深 300 指数 .....	32
图 77: 房地产板块涨跌幅前 15 公司 .....	32
图 78: 房地产板块涨跌幅后 15 公司 .....	32
图 79: 港股物管涨跌幅前 15 公司 .....	33
图 80: 港股物管涨跌幅后 15 公司 .....	33

## 表 格 目 录

表 1: 22 个重点城市集中供地住宅类用地成交建面 .....	7
表 2: 22 个重点城市集中供地住宅类用地成交金额 .....	8
表 3: 《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》16 条内容梳理 .....	14
表 4: “三箭齐发”政策梳理 .....	15
表 5: A 股房企股权融资相关政策要求梳理 .....	17
表 6: 2022 年年初以来主要政策表态 .....	21
表 7: 重点房企 2022 年拿地情况 .....	28
表 8: 2023 年核心运行数据测算 .....	29
表 9: 重点公司盈利预测及估值表 .....	34

### 分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

分析师：王秋蘅，房地产行业分析师，杜伦大学金融学硕士，4年证券研究经验，主要从事房地产行业及相关产业链的研究工作，擅长房地产行业政策和基本面分析。

### 评级标准

#### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

#### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

### 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

### 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

崔香兰 0755-83471963 [cuixianglan@chinastock.com.cn](mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐曼玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)