房地产

证券研究报告
2023 年 02 月 26 日

供给会成为需求释放的限制因素吗?

行业追踪（2023.2.18-2023.2.24）

周期角度：以史为鉴，当前狭义库存处于什么水平?

截止 2022 年年底，克而瑞 80 城商品住宅可售库存面积 5.21 亿平方米，同比-1.75%。全国平均去化周期 19.0 个月，较去年同期提升 5.36 个月。对比历史发现，2022 年 12 月 80 城住宅狭义库存仍居高位，处 2010 年以来 72%的分位水平，与 2014 年 5 月、2016 年 3 月、2020 年 9 月较为接近。

自 21 年以来，市场可售库存始终维持高位，库存水平虽处下行周期，但 22 年至今（2021.12-2022.12，分位数由 81%降至 72%）政策宽松对库存去化的影响程度与 14 年类似（2014.09-2015.08，分位数由 97%降至 91%），故在不考虑诸如棚改货币化等大力度刺激政策出台的背景下，住宅库存的消化过程或仍将较为缓慢。我们预计 23 上半年，克而瑞全国 80 城可售库存面积仍将围绕 5-5.4 亿平波动，短期内发生整体性的供需关系反转的概率不大。

结构分化：若销售复苏，热点城市会否产生供需缺口?

截止 2022 年 12 月，克而瑞 80 城商品住宅可售库存面积中，一线、二线、三线城市可售库存分别为 0.40、2.87、1.94 亿平方米，一线、二线、三线城市平均去化周期为 15.92、21.54、22.84 个月，分别较去年同期提升 4.51、5.82、7.73 个月。各城市伴随 22 年销售市场下行，去化压力均在明显加大。

分城市看，一线城市仅上海去化周期表现良好；二线城市中仅杭州、合肥、南昌、济南去化周期低于 10 个月。结合库存历史分位表现看，一线城市中，北、上、广、深可售库存分别处 2010 年以来，21%、75%、99%、93%的分位水平；二线城市中杭州、南昌、济南、合肥的库存分位数分别为 68%、45%、32%、18%。

上海、合肥两城住宅供给处历史相对低位，且去化较快，我们预计类似城市在复苏期中需求回暖速度更快，未来供给压力将同步增大，但我们仍认为此类城市未必在 23 年会形成明显缺口。以上海为例，若以移动 12 个月的平均销供比（过去 12 个月累计供应/累计成交）作为衡量短期城市供需压力的指标，2022 年 12 月，上海平均销供比为 1.13，对比 2022 年初的 0.90 显著提升，说明 22 年以来购房信心受损对需求的影响大于对供给侧的影响。我们认为，在去库存周期中，需求复苏的力度或为判断城市有无供需缺口更为关键的指标，在行业销售确立趋势性复苏前，各城供给压力因城市基本面及历史库存而异，但影响程度可能相对有限，同时考虑热点城市的需求外溢效应，大规模的供需缺口短期内预计较难产生。

2 月新房成交同比降幅收窄，二手房成交同比改善明显

新房市场本周成交 451 万平，月度同比-1.71%，相较上月改善 39.13pct；累计库存 12522 万平，一线、二线、三线及以下去化加速。二手房市场本周成交 223 万平，月度同比+94.87%，相较上月改善 110.97pct。土地市场本周成交建面 2499 万平，滚动 12 周同比+30.91%；成交总额 256 亿元，滚动 12 周同比+7.57%；全国平均溢价率+4.13%，滚动 12 周同比-0.16pct。

本周申万房地产指数+0.94%，较上周提升 4.10pct，涨幅排名 19/31，领先沪深 300 指数 0.28pct。H 股方面，本周 Wind 香港房地产指数-1.35%，较上周提升 1.33pct，涨幅排序 7/11，领先恒生指数 2.08pct；克而瑞内房股领先指数为-0.18%，较上周提升 2.55pct。

投资建议：我们认为地产行情认知差尚未完全修复，建议关注市场对于地产板块 4 个认知差（政策有效性、稳融资力度、政策空间、销售预期），选股思路围绕以下 3 个维度：①信用修复、②格局优化、③销售复苏，具体包括：1)优质民企信用修复，建议关注新城控股、金地集团；2)区域竞争格局优化，建议关注天地源、滨江集团、华发股份；3)行业销售复苏，建议关注保利发展、招商蛇口、我爱我家。此外，建议关注金融支持租赁市场的受益标的，万科 A、龙湖集团。

风险提示：1）证券市场波动、政策推进节奏及实施效果等存在不确定性；2）信用修复、格局优化及行业复苏不及预期；3）宏观环境变化可能对房地产行业及公司的运行产生影响

投资评级

行业评级	强于大市(维持评级)
上次评级	强于大市

作者

刘清海 分析师
SAC 执业证书编号：S1110523010003
liuqinghai@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《房地产-行业研究周报:地产销售怎么看？》 2023-02-19
2 《房地产-行业研究周报:旅游景区 REITs 推进有何进展？——REITs 周报》 2023-02-18
3 《房地产-行业研究周报:地产股在交易什么逻辑？》 2023-02-12

内容目录

1. 本周观点：供给会成为需求释放的限制因素吗? 3
2. 政策与成交概览 6
2.1. 政策梳理 6
2.2. 新房市场 6
2.2.1. 新房成交情况 6
2.2.2. 新房推盘去化 8
2.3. 二手房市场 9
2.4. 土地市场 10
3. 本周融资动态 11
4. 行业与个股情况 13
4.1. 行业涨跌与估值情况 13
4.1.1. A 股市场 13
4.1.2. H 股市场 14
4.2. 重要公告概览 16
5. 风险提示 17

1. 本周观点：供给会成为需求释放的限制因素吗?

周期角度：以史为鉴，当前狭义库存处于什么水平?

截止 2022 年年底，克而瑞 80 城商品住宅可售库存面积 5.21 亿平方米，同比-1.75%。全国平均去化周期 19.0 个月，较去年同期提升 5.36 个月。对比历史发现，2022 年 12 月 80 城住宅狭义库存仍居高位，处 2010 年以来 72%的分位水平，与 2014 年 5 月、2016 年 3 月、2020 年 9 月较为接近：

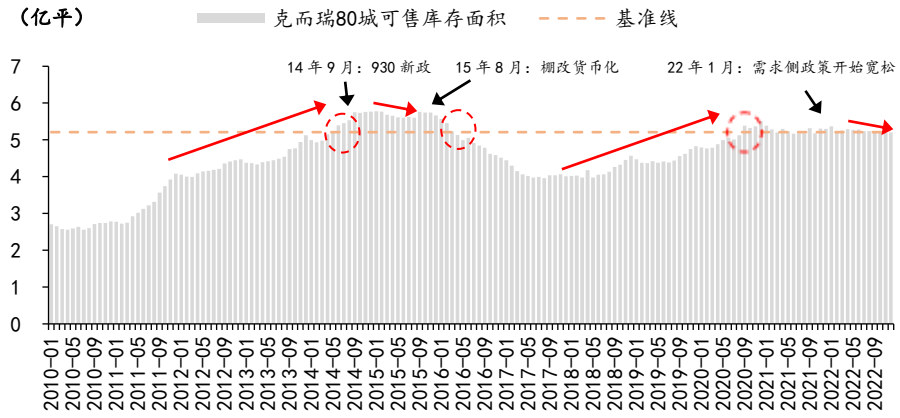
1）2014 年 5 月，库存水平处上升期，逐渐接近库存历史顶部。2014 年 7 月，住建部提出库存压力较大的城市“千方百计去库存”，除一线城市外大部分城市于 14 年上半年起陆续放松限购限贷政策；同年 9 月（对应库存分位数 96.7%），“930”新政出台，需求政策正式步入宽松周期，库存压力于 15 年 1 月见顶，后步入下行通道。但在 15 年 8 月《关于进一步推进棚改货币化安置的通知》提出前，去库存速度仍较缓慢，对应库存分位仅由 15 年 1 月的 100%下降至 8 月的 91%，**历史经验反应出限购限贷的政策宽松对库存去化的刺激效果相对有限。**

2）2016 年 3 月，库存水平处下行期，距库存历史底部仍有距离。自“棚改货币化”提出后，库存去化速度显著加快。2016 年 3 月，库存分位数已降至 75%，截至 16 年末，库存水平分位数已低于 50%，去库存任务初步完成，但期间房价上涨压力同样显著加剧。故 16 年 12 月，中央经济工作会议首提“房住不炒”，政策步入紧缩期，各地限购限贷政策同步收紧，可售库存于 17 年上半年年逐步触底，分位数水平降至 20%附近。

3）2020 年 8 月，库存水平处上升期，已较接近 17 年后的库存顶部。18-20 年间，在围绕“房住不炒”、“三稳”、“长效机制”等政策调控基调下，库存水平再度上行，上行趋势与 2012-2014 年较为接近。至“三道红线”及“贷款集中度管理”等政策出台后的 2020 年 12 月，库存分位数已升至 88%，为此轮小周期的库存顶。

自 21 年以来，市场可售库存始终维持高位，库存水平虽处下行周期，但 22 年至今（2021.12-2022.12，分位数由 81%降至 72%）政策宽松对库存去化的影响程度与 14 年类似（2014.09-2015.08，分位数由 97%降至 91%），故在不考虑诸如棚改货币化等大力度刺激政策出台的背景下，住宅库存的消化过程或仍将较为缓慢。我们预计 23 上半年，克而瑞全国 80 城可售库存面积仍将围绕 5-5.4 亿平波动，短期内发生整体性的供需关系反转的概率不大。

图 1：2010-2022 年克而瑞 80 城可售库存面积



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

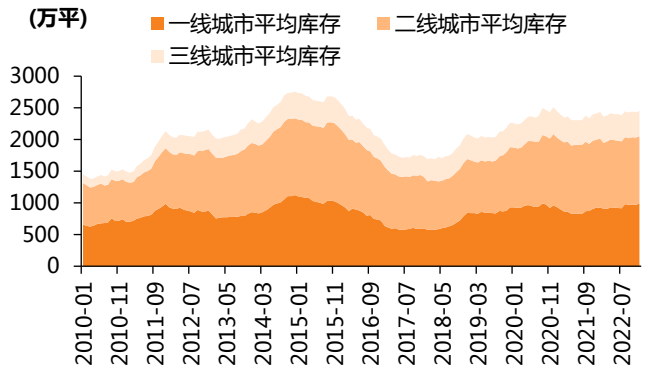
结构分化：若销售复苏，热点城市会否产生供需缺口?

多数城市库存仍处高位。截止 2022 年 12 月，克而瑞 80 城商品住宅可售库存面积中，一线、二线、三线城市可售库存分别为 0.40、2.87、1.94 亿平方米，分别同比 7.22%、-0.93%、-4.54%。一线、二线、三线城市平均去化周期为 15.92、21.54、22.84 个月，分别较去年同

期提升 4.51、5.82、7.73 个月。各城市伴随 22 年销售市场下行，去化压力均在明显加大。

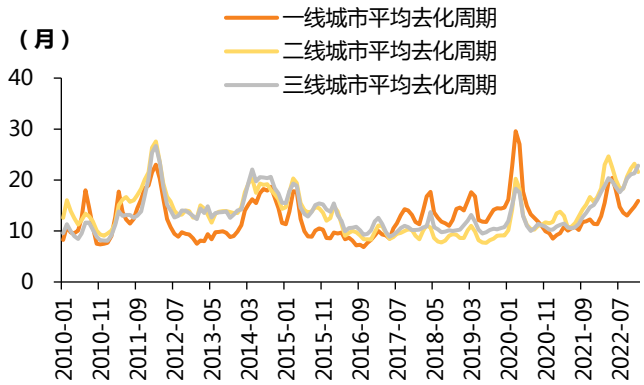
分城市看，截止 2022 年 12 月，克而瑞 80 城中，一线城市仅上海去化周期表现良好，其余 3 城平均去化周期均超过 20 个月；二线城市中仅杭州、合肥、南昌、济南去化周期低于 10 个月。结合库存历史分位表现看，一线城市中，北、上、广、深可售库存分别处 2010 年以来，21%、75%、99%、93%的分位水平；二线城市中杭州、南昌、济南、合肥的库存分位数分别为 68%、45%、32%、18%。

图 2：分能级商品房平均库存



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：分能级商品房去化周期



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2023 年 1 月 30 个重点城市商品住宅供求比、存量及消化周期（单位：万平方米，月）

城市	供求比	上月供求比	库存量			消化周期		
			库存	环比	同比	消化周期	环比	同比
北京	1.2	0.6	1324	0%	-2%	25.7	39%	31%
上海	0.5	1.3	534	7%	4%	5.4	4%	0%
广州	0.6	1.5	1469	-1%	7%	29.4	15%	136%
深圳	1.1	2.6	578	1%	26%	21.4	33%	124%
青岛	1	0.7	2444	0%	-6%	37.3	26%	43%
成都	0.6	1.7	2037	1%	11%	16.6	-23%	31%
武汉	0.4	1.4	2003	-8%	-3%	20	-37%	18%
天津	0.6	0.9	1428	-4%	-8%	19.7	-8%	14%
郑州	1	3.3	1410	1%	15%	82.7	12%	293%
佛山	0.3	1.3	1390	-3%	-14%	24.7	12%	44%
长春	0.1	0.3	1333	-6%	-13%	42.2	56%	36%
大连	1.8	0.6	1187	0%	-2	59.8	4%	20%
昆明	0.3	0.7	1022	-16%	-19%	24.6	6%	23%
长沙	0.7	2.3	1019	-3%	10%	22.2	19%	122%
徐州	3.2	0.7	991	2%	-6%	24.1	12%	52%
西安	0.6	1.6	959	2%	11%	16.7	2%	6%
重庆	0.6	1.4	859	-2%	8%	29	17%	190%
南京	0.7	1.4	787	0%	4%	16.2	-8	82%
苏州	0.6	0.8	782	0%	-17%	16.7	62%	1%
南宁	0.3	0.6	762	-2%	-6%	22.8	3%	20%
杭州	0.3	1.4	721	-2%	10%	6.2	-4%	-8%
济南	0.4	0.6	599	-4%	-11%	10.6	30%	9%
常州	0.9	1.2	569	1%	9%	27.1	11%	37%
东莞	0	1.2	561	-4%	-4%	25.7	3%	10%
无锡	0.3	0.8	541	-3%	2%	22.4	7%	29%
宁波	0.5	1.5	434	-3%	12%	16.6	-6%	35%
福州	1.2	1	431	-2%	-8%	25.8	5%	50%
海口	1.4	1.3	429	26%	27%	18.4	13%	109%

厦门	0.4	1.4	358	-3%	0%	22	-12%	26%
合肥	1.2	1.2	318	6%	11%	8.1	29%	64%

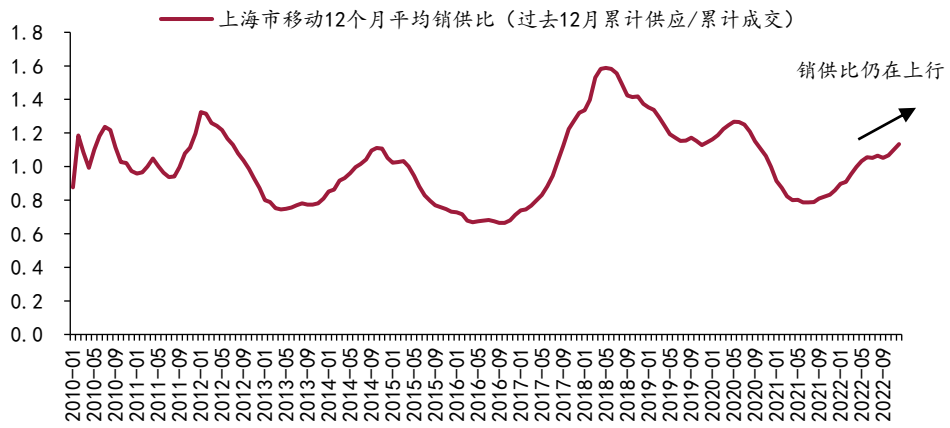
资料来源：新浪财经，克而瑞，天风证券研究所

上海、合肥两城住宅供给处历史相对低位，且去化较快，我们预计类似城市在复苏期中需求回暖速度更快，未来供给压力将同步增大，但我们仍认为此类城市未必在 23 年会形成明显缺口，理由如下：

以上海为例，若以移动 12 个月的平均销供比（过去 12 个月累计供应/累计成交）作为衡量短期城市供需压力的指标，2022 年 12 月，上海平均销供比为 1.13，对比 2022 年初的 0.90 显著提升，说明 22 年以来购房信心受损对需求的影响大于对供给侧的影响。对比历史周期，2014 年“930”新政提出至 2016 年“房住不炒”提出前，上海平均销供比由 1.10 降至 0.66，说明该时期供给难以匹配对应实际需求的增长，供需存在明显缺口。

故我们认为，在去库存周期中，需求复苏的力度或为判断城市有无供需缺口更为关键的指标，在行业销售确立趋势性复苏前，各城供给压力因城市基本面及历史库存而异，但影响程度可能相对有限，同时考虑热点城市的需求外溢效应，大规模的供需缺口短期内预计较难产生。

图 5：上海移动 12 月平均销供比仍在上行



资料来源：克而瑞，天风证券研究所

我们认为地产行情认知差尚未完全修复，建议关注市场对于地产板块 4 个认知差（政策有效性、稳融资力度、政策空间、销售预期），选股思路围绕以下 3 个维度：①信用修复、②格局优化、③销售复苏，具体包括：1)优质民企信用修复，建议关注新城控股、金地集团；2)区域竞争格局优化，建议关注天地源、滨江集团、华发股份；3)行业销售复苏，建议关注保利发展、招商蛇口、我爱我家。此外，建议关注金融支持租赁市场的受益标的，万科 A、龙湖集团。

表 1：A 股重点标的估值与盈利预测

股票代码	公司简称	最新日股价（元/港元）	最新日市值（亿元/港元）	月初至今涨跌幅	年初至今涨跌幅	EPS（元/港元）				PE（倍）				业绩增速		
						2020A	2021A	2022E	2023E	2020A	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
	A股															
000002.SZ	万科A	17.22	2,003	-5.9%	-5.4%	3.6	1.9	2.1	2.2	4.8	8.9	8.3	7.7	-45.7%	7.6%	7.4%
600048.SH	保利发展	14.92	1,786	-5.1%	-1.4%	2.4	2.3	2.3	2.2	6.2	6.5	6.5	6.7	-5.4%	0.5%	-2.9%
001979.SZ	招商蛇口	14.45	1,118	-2.7%	14.4%	1.6	1.3	1.0	1.2	9.1	10.8	14.0	12.2	-15.3%	-23.2%	14.7%
601155.SH	新城控股	19.60	442	-7.8%	-4.4%	6.8	5.6	3.3	3.7	2.9	3.5	6.0	5.3	-17.4%	-41.0%	12.4%
600383.SH	金地集团	9.67	437	-2.1%	-5.5%	2.3	2.1	2.1	2.3	4.2	4.6	4.5	4.2	-9.5%	2.7%	7.3%
600325.SH	华发股份	10.30	218	10.4%	13.7%	1.4	1.5	1.3	1.6	7.5	6.8	7.7	6.5	10.1%	-11.2%	18.9%
002244.SZ	滨江集团	10.17	316	-4.3%	15.2%	0.7	1.0	1.2	1.4	13.6	10.5	8.5	7.2	30.1%	23.6%	17.2%
001914.SZ	招商积余	16.23	172	-1.5%	5.5%	0.4	0.5	0.6	0.8	39.5	33.6	26.5	20.9	17.9%	26.9%	26.4%

盈利预测结果为 Wind 一致预期，数据统计时间截止 2023 年 2 月 24 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 2：H 股重点标的估值与盈利预测

股票代码	公司简称	最新日股价（元/港元）	最新日市值（亿元/港元）	月初至今涨跌幅	年初至今涨跌幅	EPS（元/港元）				PE（倍）				业绩增速		
						2020A	2021A	2022E	2023E	2020A	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
	港股															
0688.HK	中国海外发展	20.05	2,194	-5.2%	-2.7%	4.0	3.7	3.3	3.4	5.0	5.5	6.1	5.9	-8.5%	-9.8%	2.9%
0960.HK	龙湖集团	23.60	1,497	-8.9%	-2.9%	3.2	3.8	4.0	4.4	7.5	6.3	5.9	5.4	19.3%	6.2%	9.7%
2007.HK	碧桂园	2.55	705	-13.3%	-4.5%	1.3	1.0	0.5	0.5	2.0	2.6	4.8	4.7	-23.5%	-45.0%	0.8%
0123.HK	越秀地产	11.62	360	2.1%	23.0%	1.4	1.2	1.2	1.4	8.5	10.0	9.3	8.5	-15.5%	7.8%	9.8%
1908.HK	建发国际集团	25.25	439	1.4%	11.0%	1.3	2.0	2.5	3.3	18.9	12.5	10.1	7.6	51.5%	23.5%	32.4%
3900.HK	绿城中国	11.08	281	-4.0%	-2.8%	1.5	1.8	1.8	2.5	7.4	6.3	6.0	4.4	17.7%	4.1%	35.6%
6098.HK	碧桂园服务	15.10	509	-28.8%	-22.3%	0.8	1.2	1.4	1.7	19.0	12.6	10.6	8.8	50.2%	18.9%	20.8%
1995.HK	旭辉永升服务	3.38	59	-21.6%	-23.0%	0.2	0.4	0.5	0.6	15.1	9.6	7.4	5.6	58.1%	30.2%	31.2%
6049.HK	保利物业	48.80	270	-12.1%	6.0%	1.2	1.5	1.9	2.5	40.1	31.9	25.1	19.8	25.6%	27.1%	26.7%

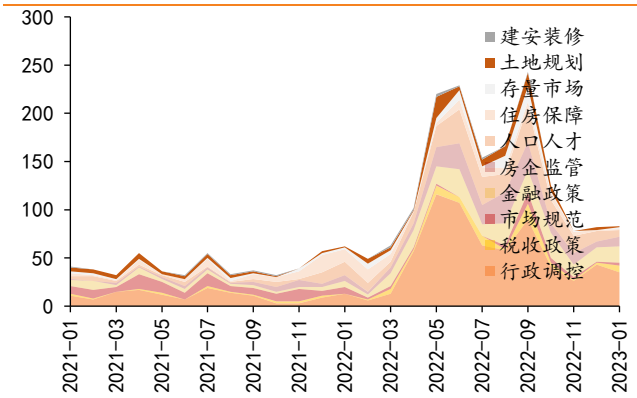
盈利预测结果为 Wind 一致预期，数据统计时间截止 2023 年 2 月 24 日

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 政策与成交概览

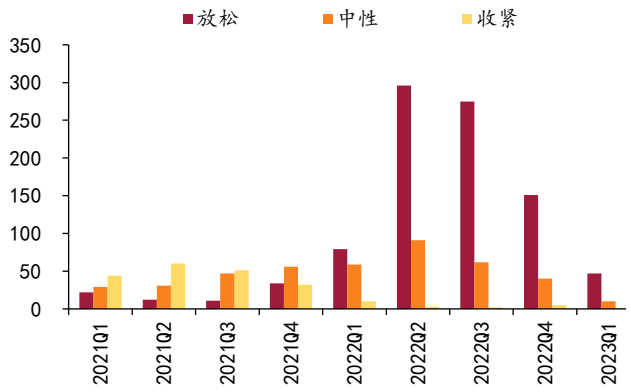
2.1. 政策梳理

图 6：调控政策结构



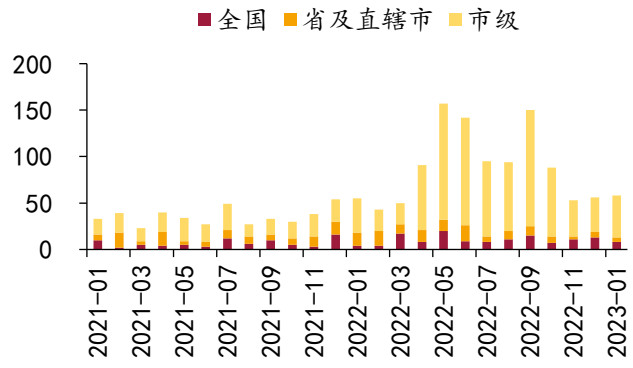
资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 7：调控政策频次及方向



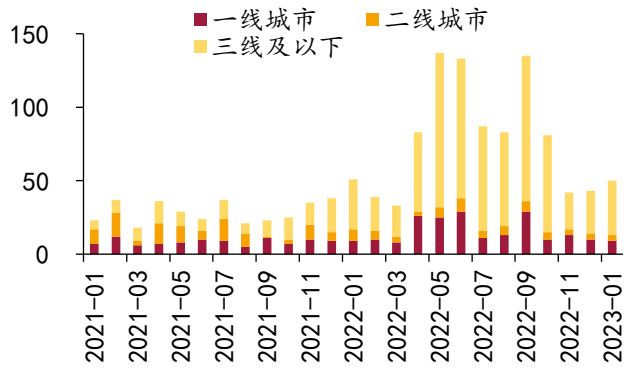
资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 8：分区域调控政策数量



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

图 9：分能级调控政策数量



资料来源：中指研究院，天风证券研究所

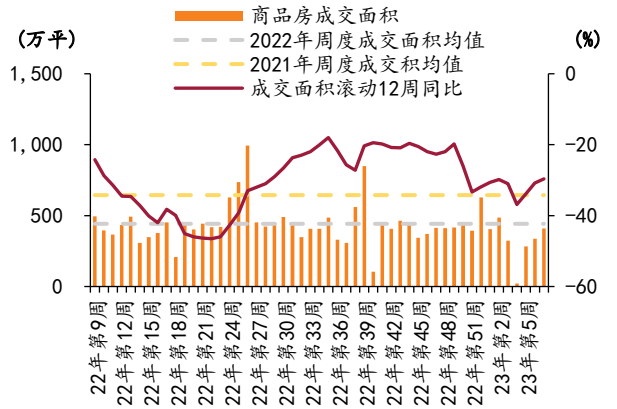
2.2. 新房市场

2.2.1. 新房成交情况

2 月 18 日-2 月 24 日，60 城商品房成交面积为 451 万平，移动 12 周同比增速为-27.80%，增速较上期提升 1.83pct；月度同比-1.71%，相较上月改善 39.13pct。分能级看，一线、二线、三线及以下城市本周商品房成交面积分别为 65、339、47 万平，移动 12 周同比增速

分别为-23.44%、-20.27%、-59.80%，增速较上期分别变化+0.81pct、+2.46pct、+1.35pct，与历史相比，一线、二线、三线及以下降幅收窄。

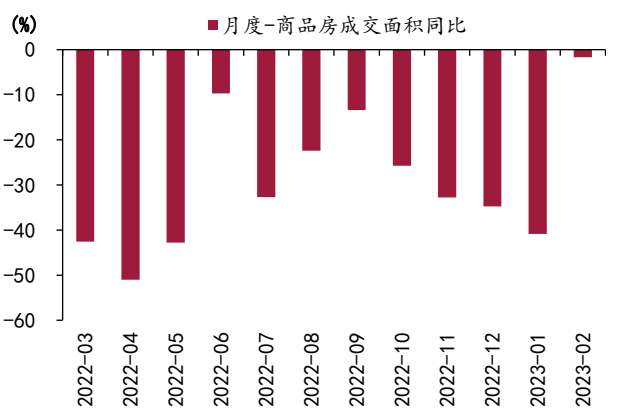
图 10：60 城商品房成交面积



移动 12 周同比计算口径：本周及本周以前 11 周商品房成交面积之和/去年同期商品房成交面积之和，即对商品房成交面积求移动平均同比，本文中提到的其他“移动同比”也通过此方法计算

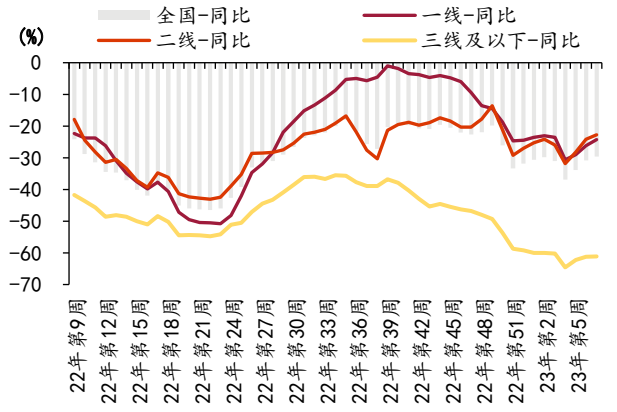
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：60 城商品房成交面积-月度同比



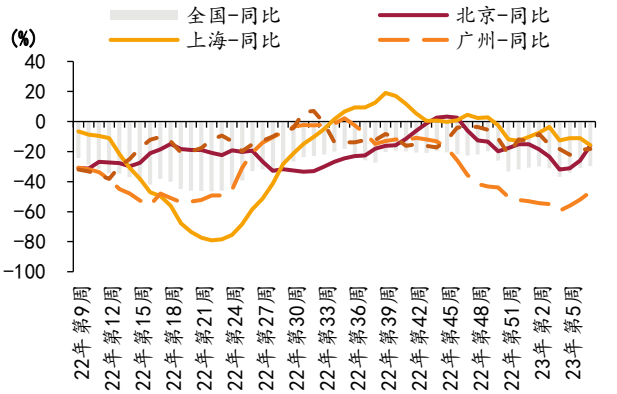
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：分能级商品房成交面积-移动 12 周同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：一线 4 城商品房成交面积-移动 12 周同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：商品房成交面积热力图

	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03	22/02	22/01	21/12	21/11	21/10	21/09	21/08	21/07	21/06	21/05	21/04	21/03
全部城市	-2	-41	-35	-33	-26	-13	-22	-33	-10	-43	-51	-43	-26	-32	-15	-19	-25	-23	-20	-5	-5	4	37	79
一线城市	-8	-32	-29	-30	-13	13	-12	-11	-8	-45	-60	-44	-2	-27	-20	-4	-12	-29	1	5	24	8	59	117
二线城市	19	-37	-29	-27	-22	-16	-19	-38	-3	-40	-47	-38	-26	-27	-6	-17	-21	-17	-23	-2	-7	8	44	77
三线及以下	-51	-68	-63	-59	-55	-32	-45	-32	-37	-49	-57	-53	-41	-49	-36	-39	-44	-34	-29	-24	-20	-8	6	60
北京	39	-29	-27	-35	11	5	-14	-47	-20	-18	-16	-29	-24	-21	-33	-1	39	-17	-3	49	79	-3	59	228
上海	-15	-23	-20	8	-28	30	0	16	-17	-78	-94	-52	31	-7	-13	10	-5	-22	10	2	32	-1	60	102
广州	-22	-49	-50	-75	-19	-12	-11	-18	21	-28	-69	-55	-16	-48	-15	-9	-38	-44	-23	-17	-7	37	75	117
深圳	-19	-46	-2	-35	6	31	-43	27	-9	-32	-5	-22	-24	-46	-19	-29	-34	-33	36	-20	-4	0	25	40
杭州	19	-34	-42	-40	-11	-19	-16	-30	-19	-53	-51	-51	-49	33	75	101	40	56	32	24	-1	81	42	72
南京	-46	-59	-44	-13	-33	-16	36	-22	-37	-51	-61	-61	34	7	-13	-28	-41	-6	-51	-19	48	41	99	157
青岛	39	-42	-1	-9	-11	41	-9	-19	178	-9	-45	-34	-8	-25	-31	-25	-25	-21	-13	-15	-5	7	15	41
苏州	20	-49	0	-26	5	41	-13	-47	39	-46	-55	-23	-6	-15	-32	13	-18	-7	-10	17	-29	-6	20	64
福州	-79	-59	-76	-69	-82	-77	-81	-48	-40	-69	-54	-53	-41	-54	34	58	67	23	-17	10	40	156	106	98
厦门	-8	1	-2	56	14	-16	-49	-26	-54	-59	-32	-42	-3	-55	-13	-40	5	-20	142	15	95	188	175	161
无锡	55	-39	-26	-3	-37	-40	-57	-13	10	-33	-53	-45	-43	-42	-28	-48	5	-10	-31	-38	-26	25	10	9
济南	74	-21	-36	-25	10	-25	-30	-26	-36	-51	-55	21	-12	-21	83	-25	-11	14	2	3	33	6	71	-20
温州	66	116	-8	-70	-51	88	-36	-19	41	-60	-58	-43	-53	-54	-71	9	-14	-26	-32	-12	-55	-24	42	135
宁波	-12	-33	22	-25	-38	-20	-29	-48	-32	-68	-70	-30	-47	-70	-50	-36	-25	-32	-42	-39	-27	-7	42	116
扬州	30	-34	12	31	-5	13	47969	-38	-42	-62	-69	-69	-49	-54	-36	-46	-51	-66	-100	-28	6	32	58	34
嘉兴	68				2039	6880	1952		741	3642	242	-43		-39	113		-99	-99	-99		-95	-99	-89	-1
金华			-18	28	13	15	-61	-26	-6	-16	33	-47	-33	-65	-57	-65	-59	-3	0	-49	-23	-10	-15	147
泉州	-96		910	148	-22	-48	-96	-99	-55	-43	-24	-83	-51	-89	-93	-91	-95	-92	-85	-89	-74	-46	-30	-1
常州									-43	-63	-45	-77	-48	-74	-37	-62	-43	-34	-34	10	-48	5	7	28
绍兴	-77	-91	-84	-88	-82	-10	0	-46	-47	-82	-70	-65	-57	-22	24	50	-25	-46	-76	-62	-46	24	24	13
南宁	15	-3	17	-55	-30	12	-38	-48	12	-34	-20	-37	-45	-52	-47	21	-10	-41	-38	-42	-38	-17	13	9
东莞				139	-35	46	23	-92								-83	-28	-61	-63	-46	-29	-24	-28	-5
惠州	210	-17	-15	74	20	22	52	-38	-45	-37	-57	-72	-60	-66	-56	-71	-71	-59	-58	-22	-24	-11	9	68
佛山	45	-65	-24	-20	-23	-14	-3	-33	4	-34	-43	-26	-26	-6	-10	-22	-26	-39	-25	11	-23	14	18	64
珠海		-85	-35	-33	-63	-70	-70	-34	-45	-80	-67	-54	11	-50	-46	-52	30	13	-17	240	50	271	181	89
武汉	70	-41	-29	-57	-36	-39	-9	-57	-33	-46	-51	-40	-31	-31	-4	-28	-40	-16	-37	45	72	79	228	28327
成都	-8	-45	-52	-8	-19	-68	-28	-21	-23	19	-28	-22	-3	15	106	3	32	11	5	19	7	-31	29	60
赣州		-66	-82		-33	-32	-45	-87	-38	-19	-45	-26	-15	-15	38	14	-6	-6	-16	7	7	-27	-27	46
淮安										-84	-73	-58	-63	-76	-48	-42	-51	-24	-46	-26	-35	-23	-3	55
连云港						72	-60	-51	27	-43	-64	-87	-51	-56	-36	-28	-31	-39	3	-17	-1	0	16	109
泰州														-95	-75	-82	-67	-94	-34	1082		38	62	100
镇江						-25	-13	6	-18	-31	-69	-21	-12	-25	12	-4	-14	-47	-46	-14	1	-4	37	81
莆田	-44	-51	-14	-47	-25	3	-65	-66	-72	-51	-77	-74	-50	-39	-64	-23	-53	-55	-44	26	9	19	43	51
泰安	14	-36	40	-13	-9	-40	-26	-33	-6	-39	-55	-61	-28	-34	-45	-52	-58	-49	-37	-29	-9	-5	13	189
芜湖	-35	-52	-45	-49	-58	-58	-56	-38	-71	-76	-82	-48	-60	-39	-40	-35	-14	-6	57	74	227	291	374	433
盐城			-92	-9	-16	39	-54	-35	-76	-54	-70	-71	-85	-88	-59	-86	-77	-86	-79	-44	101	-68	-27	39
舟山	31	-76	-36	15	42	41	7	20	9	-42	-33	-28	-39	-3	30	-32	-65	-33	-16	-24	-25	19	0	52
龙岩	1	-61	44	14	8	-1	-76	-23	-72	-76	-64	-74	-69	-84	-70	-78	-76	-67	25	-61	-11	13	3	114
南平	-59	-57	-71	-53	-70	-23	-8	-14	-8	12	73	-8	-42	-1	-2	-14	10	47	4	-52	-17	-9	-21	-28
汕头																							281	32
柳州	-25	-66	-16	-48	-43	-29	-21	54	-31	-44	-57	-47	-43	-12	-49	-23	-51	-40	-37	-31	-45	-45	-16	27
江门	105	-28	49	24	102	53	35	40	28	-26	-18	-5	-4	-33	-21	-29	-53	-43	-28	-29	22	18	29	55
肇庆							831	126	193	133	-55								-41	82	-33	66	32	443
清远					-100				-100	-29	-22	-20	-5	-16	44	-43	-47	-43	-41	-42	-46	-41	-26	24
岳阳																		-95	-33	-41	12	-20	-14	35
襄阳	68				2039	6880	1952		741	3642	242	-43		-39	113		-99	-99	-99		-95	-99	-89	-1
江阴	37	-23	14			180	-9	9	-61	-88	-77	-74	-64	-68	-59			-89	-60	-42	-28	10	74	90
淮南													-23	-37	7	-49	-37	1744		450	-34	30	-16	56
东营	39	-44	-40	-39	-19	-16	-42	-46	-50	-28	-43	-40	-26	-63	-60	-57	-70	-25	-69	-54	-60	-54	-62	-68
池州	28	-53	-73	3	12	10	-39	-32	-33	-59	-67	-73	-67	-30	-19	-33	-47	10	-20	-21	2	27	-4	65
抚州									-98	-64	82			229	-60	-70		-42	-82	25	-81	-51	-89	
海门	54	23	35	-27	-79	-36	236	825	34	-55	-75	-89	-65	-79	-82	-67	-26	-83	-94	-93	-90	-79	-59	-4
宿州	-12	-40	33	-91	-69	-72	-60	-82	-64	-76	-71	-57	-30	-60	-60	66	-42	0	-29	-16	-13	8	-11	16
衢州	-78					-50	-20	-28	-71	-73	-80	-91	-58					37	38	184	46	-20	12	111
新余					500							-86	-41	-25	-48		-99							44
吉安	-25	-12	550	-41	4	-83	-29	116	-38	-14	-36	-46	-11	-36	-52	-42	-87	-14	-44	-57	4	-5	-24	-1
韶关	-1	-17	181	-37	-43	-28	-10	-28	-10	-5	49	-13	-16	-33	-70	-8	-22	-35	-35	-35	-36	-37	-10	-15
玉林												-73	16	-24	-3	-28	-44	-41	-27	-49	-51	-30	-49	-19
云浮	44	-37	14	-2	466	-83	12	213	-80	3	48	-60	-75	59	-7	90	-39	1428	98	-25	217	-51	257	222
常德	13	-26	-80	-55	-63	-63	-21	-34	-24	-46	-42	-63	-54	-66	-34	-33	-20	-36	-40	-37	-37	-27	-30	21
娄底	-51	-26	-74	-24	-49	-40	-65	-54	-1	12	43	-25	34	-51	-72	-45	-5	-4	85	10	-54	-39	3	137
荆门	377	-87	-25	-25	74	42	1260	-45	422	21	-45	61	-44	294	-38	106	64	-38	-95	193	150	30	93	2022
宝鸡	-39	-58	-99	-87	-42	-44	-26	2	-24	-40	-49	-68	39	-53	-39	-35	-43	-16	-17	-46	-20	-17	-30	
六盘水			-69	163	-95	54	46	-68	-64	-12	-21	74	-51	-71	-32	10	740	-57	-37	-44	-19	-54	-21	26

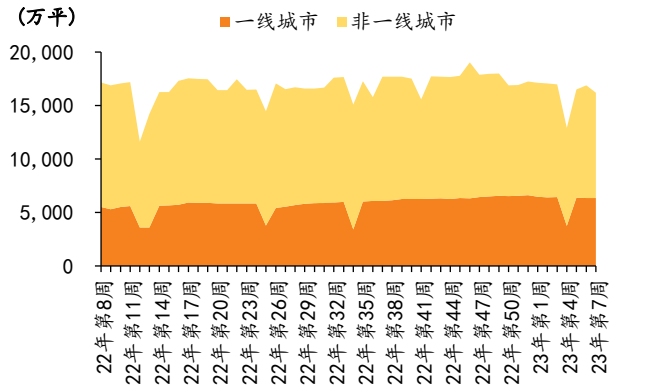
热力图使用高频商品房成交面积计算，单位为：%

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2.2. 新房推盘去化

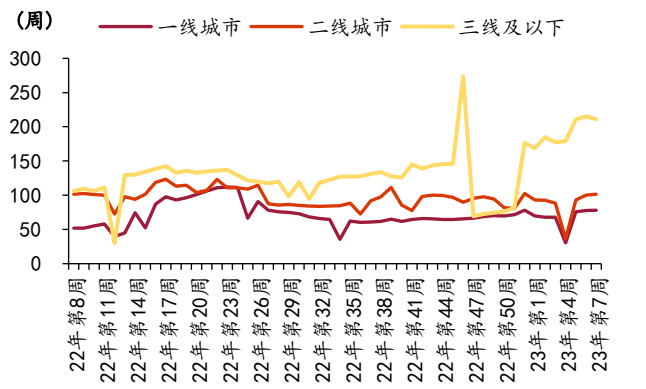
推盘去化方面，截至 2 月 24 日，17 城商品房可售面积为 12522 万平。全国平均去化时长为 74 周，一线、二线、三线城市去化时间分别为 51、86、203 周，一线、二线、三线及以下去化加速。

图 15：17 城商品房可售面积



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：分能级城市推盘去化-移动 12 周



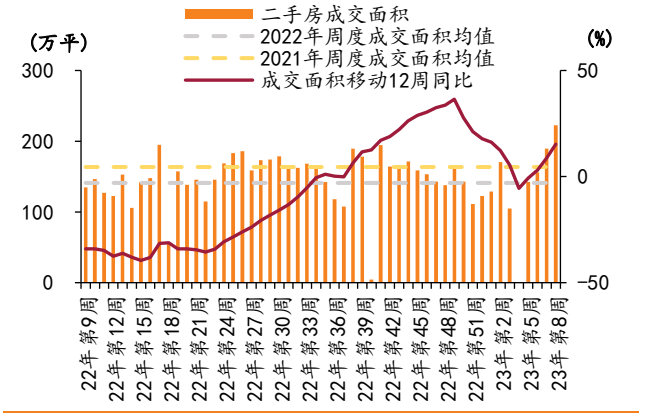
推盘去化计算口径：本周可售面积/本周及本周以前 11 周商品房成交面积均值，即本周可售面积/移动平均 12 周的商品房成交面积

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 二手房市场

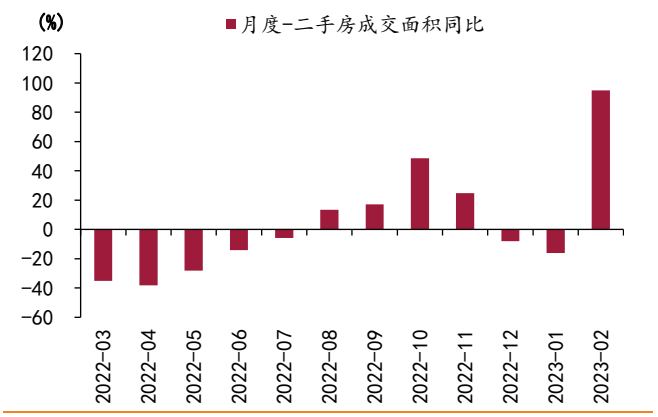
2 月 18 日-2 月 24 日，17 城二手房成交面积为 223 万平，移动 12 周同比增速为+15.21%，增速较上期提升 6.57pct；月度同比+94.87%，相较上月改善 110.97pct。分能级看，一线、二线、三线及以下城市本周商品房成交面积分别为 48、173、2 万平，移动 12 周同比增速分别为-6.37%、+23.78%、-11.99%，增速较上期分别变化+7.44pct、+6.32pct、+1.72pct，与历史相比，一线、三线及以下降幅收窄，二线增幅扩大。

图 17：17 城二手房成交面积



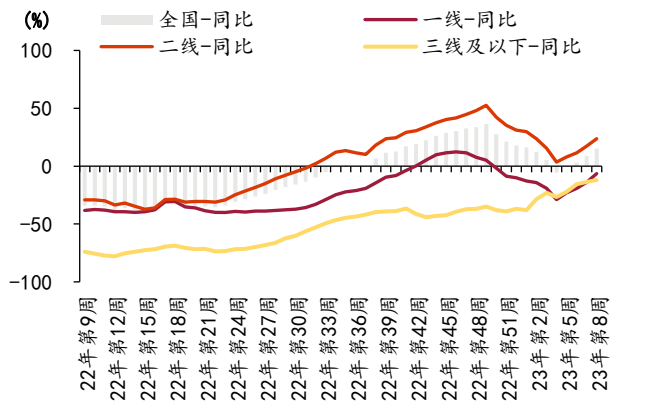
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 18：17 城二手房成交面积-月度同比



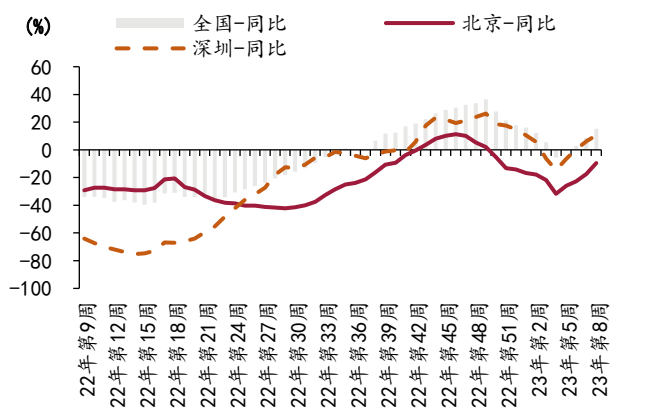
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：分能级二手房成交面积-移动 12 周同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：一线 2 城二手房成交面积-移动 12 周同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：二手房成交面积热力图

	23/02	23/01	22/12	22/11	22/10	22/09	22/08	22/07	22/06	22/05	22/04	22/03	22/02	22/01	21/12	21/11	21/10	21/09	21/08	21/07	21/06	21/05	21/04	21/03
全部城市	95	-16	-8	25	49	17	13	-6	-14	-28	-38	-35	-38	-36	-32	-34	-41	-41	-31	-27	-15	-9	27	64
一线城市	60	-29	-34	-7	27	9	-12	-29	-34	-47	-35	-35	-42	-39	-35	-36	-42	-42	-30	-25	-20	-4	25	83
二线城市	110	-12	3	39	64	24	28	6	-4	-17	-37	-33	-33	-31	-27	-32	-42	-40	-32	-26	-12	-12	25	55
三线及以下	17	5	-40	-25	-45	-45	-36	-43	-66	-71	-74	-70	-73	-84	-69	-53	-29	-41	-19	-48	-15	3	66	88
北京	53	-29	-38	-10	20	11	-14	-32	-38	-52	-28	-22	-34	-28	-28	-29	-26	-26	2	10	10	22	56	179
深圳	116	-24	-10	6	103	-4	3	-11	-4	-24	-61	-80	-69	-64	-59	-58	-81	-76	-78	-74	-71	-55	-27	-16
杭州	174	-56	5	48	42	6	6	-16	-18	-62	-69	-64	-51	-54	-57	-69	-71	-61	-50	-39	-20	1	9	117
南京	58	14	-28	-1	-2	-20	16	-11	-34	-3	-60	-49	-50	-45	-38	-26	-40	-32	-48	-38	0	-43	51	27
青岛	97	-23	-7	10	86	13	3	-6	-17	-36	-48	-55	-28	-41	-30	-33	-49	-38	-19	-16	5	14	46	99
苏州	126	-28	-6	4	30	69	19	24	27	-41	-62	-30	-64	-20	-28	8	-22	-34	-13	-25	-8	41	71	56
厦门	-4	-43	11	-27	-18	39	9	-20	-45	-28	2	-49	-39	-54	-41	-23	-17	-66	-34	-16	0	19	90	78
无锡					105	10	14	-68									-63	-45	-55	-31	13	-26	-10	36
扬州	275	35	155	135	124	239		38	-8	-34	-52	-70	-36	-46	-52	-56	-60	-76		-41	-6	14	9	108
金华	-2	-84	-57	5	-39	-68	-61	-43	-39	-65	-67	-46	-66	-43	-12	-45	-43	32	2	-36	-21	12	1	153
南宁	136	3	6	30	47	38	7	-31	64	44	-28	-26	-47	-32	-41	-41	-43	-63	-57	-43	-61	-48	1	-16
东莞	210	31	39	32	131	8	-19	-77	-89	76	70	-47	-36	-35	-41	-13	-47	-31	0	-9	-50	-52	-46	-11
佛山	92	-14	-15	22	6	47	-15	-16	-5	-27	-40	-31	-37	-45	-38	-47	-42	-43	-19	-2	-3	10	56	92
成都	112	-2	9	128	425	140	307	315	300	341	145	169	156	188	173	57	-22	-33	-25	-31	-34	-52	-19	25
江门	90	-1	-26	-4	-30	-22	-28	-19	-33	-41	-19	5	-44	-44	-65	-34	23	-27	-9	-44	0	4	23	3
清远											-99	-86	-83	-84	-49	-39	-12	-53	-41	-28	-39	-29	0	29
衢州	-39					5	24	8	-64	-68	-83	-86	-84					-30	12	-62	4	68	224	541

热力图使用高频二手房成交面积计算，单位为：%

资料来源：Wind，天风证券研究所

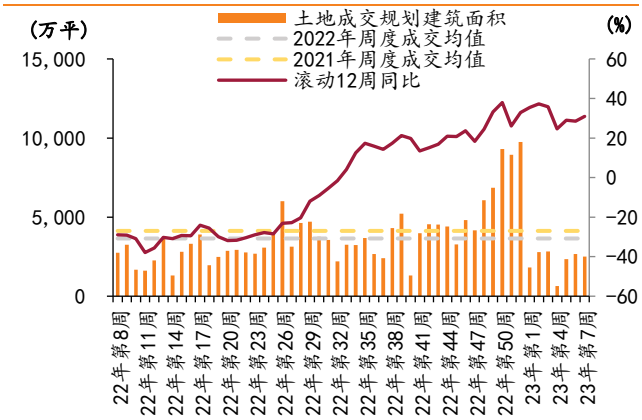
2.4. 土地市场

2 月 13 日-2 月 19 日，全国土地成交建筑面积为 2499 万平，滚动 12 周同比增速为+30.91%，较前期上升 2.39pct；分能级看，一线、二线、三线城市本周土地成交建筑面积分别为 62、860、1576 万平，滚动 12 周同比增速分别为-21.40%、+20.68%、+40.84%，增速较上期分别提升+0.37pct、+8.32pct、-0.96pct，与历史相比，一线成交建面降幅收窄，二线增幅扩大，三线增幅收窄。

全国土地成交金额达到 256 亿元，滚动 12 周同比增速为+7.57%，较前期上升 3.99pct。其中，一线、二线、三线城市分别为 1、121、133 亿元，滚动 12 周同比增速分别为-47.55%、-17.99%、58.1%。

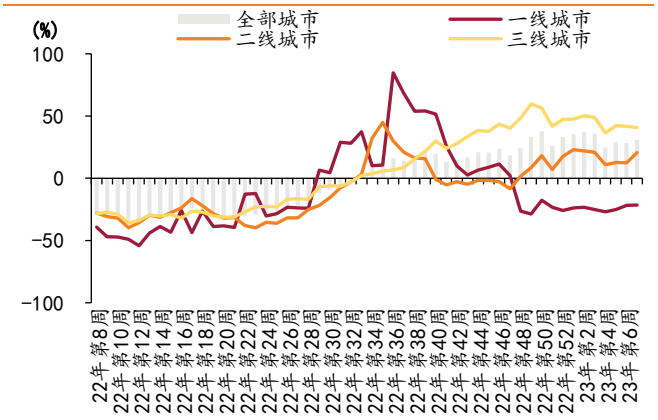
全国土地成交平均溢价率为 4.13%，滚动 12 周同比增速为-0.16pct。分能级看，一线、二线、三线城市土地成交平均溢价率分别为 0%、4.13%、4.18%，滚动 12 周同比增速分别为-0.22pct、-0.24pct、0.12pct。

图 22：土地成交建筑面积



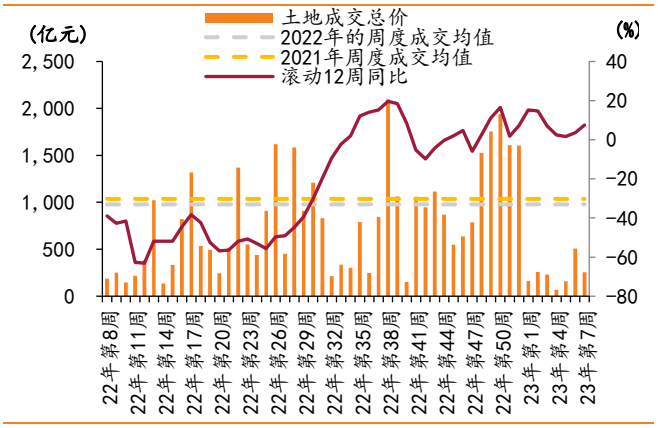
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：土地成交建筑面积-移动 12 周同比



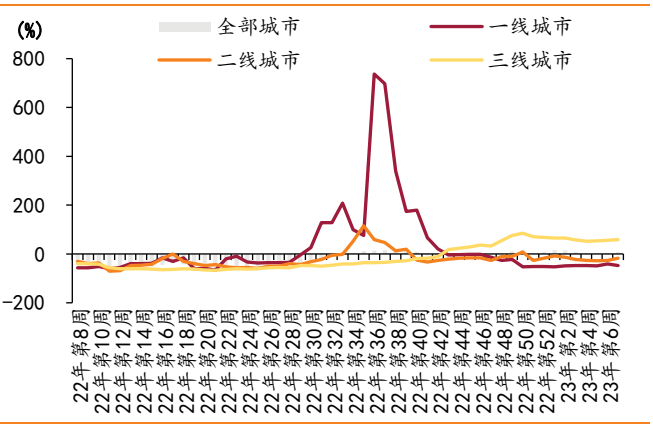
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：土地成交总价



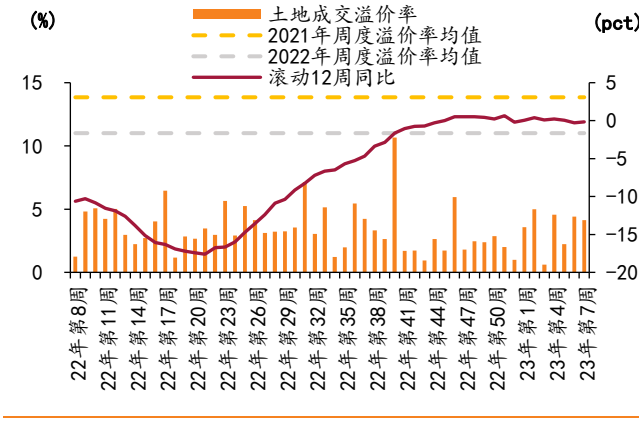
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 25：土地成交总价-移动 12 周同比



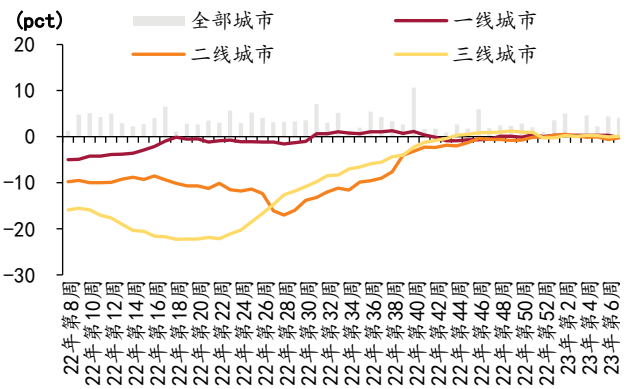
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：土地成交溢价率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 27：土地成交溢价率-移动 12 周同比



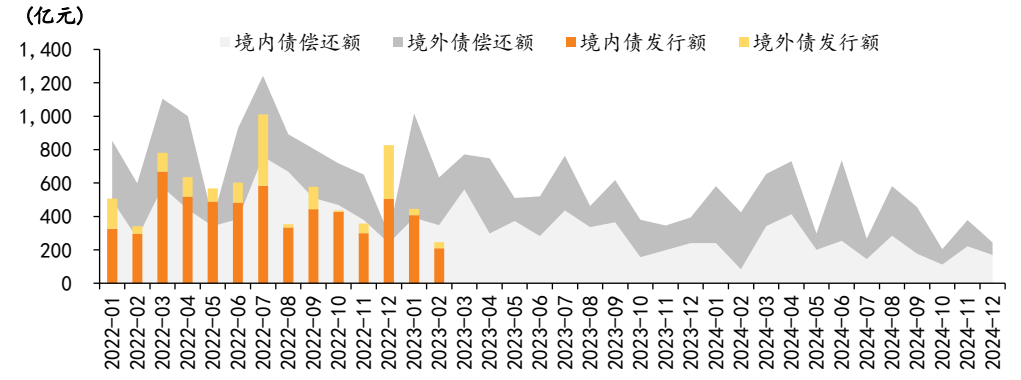
资料来源：Wind，天风证券研究所

3. 本周融资动态

2023 年 2 月 18 日-2023 年 2 月 24 日，房企共发行境内债券 20 只（其中 19 只为国企发行），境内债发行金额合计 181.5 亿元（部分债券未公开披露发行金额或数据缺失）；发行境外债券 8 只（其中 0 只为国企发行），境外债发行金额合计 14.88 亿元。

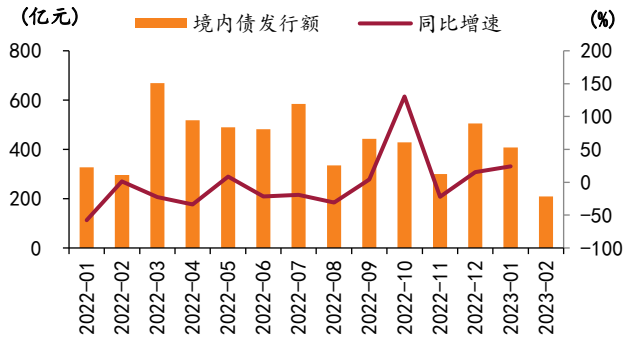
2023 年 2 月（数据截至 2023 年 2 月 24 日），地产债境内、境外债券发行额分别为 208.7 亿元、36.48 亿元，当月偿还额分别为 347.9 亿元、285.42 亿元，本月境内、境外债券净融资额分别为-139.2 亿元、-248.94 亿元。

图 28：房地产业债券融资及到期归还情况



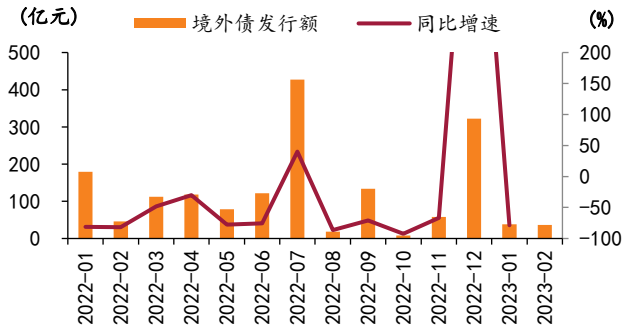
资料来源：Wind，Bloomberg，天风证券研究所

图 29：地产开发企业境内债发行额及其同比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：房地产业境外债发行额及其同比



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

表 3：本周新发境内债

债券简称	发行人	公司属性	发行总额(亿元)	票面利率	上市日	到期日	主体评级	募资用途
23 黑牡丹 MTN001	黑牡丹	地方国企	10	-	2023-03-01	2026-02-28	AA+	偿还发行人本部及子公司有息债务本息，以拓宽融资渠道，优化债务结构.
23 京电子城 MTN001	电子城	地方国企	10	-	2023-03-01	2026-02-28	AA	支付电子城?星悦中心项目开发款项.
23 苏州高新 MTN002	苏高新集团	地方国企	7	-	2023-03-01	2026-02-28	AAA	偿还发行人存量有息负债.
23 南京高科 SCP002	南京高科	地方国企	3.5	-	2023-03-01	2023-05-29	AA+	偿还有息债务.
23 保置 02	保利置业	中央国企	10	4.2	-	2030-02-24	AAA	偿还有息债务及补充流动资金.
23 保置 01	保利置业	中央国企	10	3.7	-	2028-02-24	AAA	偿还有息债务及补充流动资金.
23 穗建 02	广州城建	地方国企	12	3.5	2023-02-24	2030-02-21	AAA	偿还发行人及下属子公司有息负债.
23 穗建 01	广州城建	地方国企	7	3.15	2023-02-24	2028-02-21	AAA	偿还发行人及下属子公司有息负债.
23 首股 02	首开股份	地方国企	14	4	2023-02-24	2026-02-21	AAA	偿还即将到期(或回售)的公司债券本金.
23 首股 01	首开股份	地方国企	25	5	2023-02-24	2028-02-21	AAA	偿还即将到期(或回售)的公司债券本金.
23 浦开 01	浦开集团	地方国企	-	3.3	-	2026-02-24	AAA	偿还有息债务和补充流动资金.
23 宏洋 01	中海地产	中央国企	-	3.9	-	2026-02-27	AA+	偿还有息债务及补充流动资金.
23 通开 01	通州房产	地方国企	10	3.5	-	2028-02-24	AA+	偿还有息债务.
23 中华企业 MTN001	中华企业	地方国企	22	-	2023-02-28	2026-02-27	AA+	10 亿元用于置换偿还发行人到期债务融资工具的自有资金，12 亿元用于合并范围内的普通住宅项目的开发建设.
23 光明房产 MTN001	光明地产	地方国企	5	-	2023-02-28	2026-02-27	AA+	于置换已偿还“20 光明房产 MTN001”赎回本金的自有资金.
23 兴泰金融 MTN001	合肥兴泰	地方国企	5	3.48	2023-02-24	2026-02-23	AAA	偿还发行人本部有息债务
23 卓越商业 MTN001	卓越商业	民营企业	4	4.69	2023-02-23	2026-02-22	AAA	2.8 亿元将用于项目建设和购回，偿还发行人及发行人子公司境外美元债券，不超过 1.2 亿元的募集资金用于发行人补充流动资金.
23 南京高科 SCP001	南京高科	地方国企	5	3.09	2023-02-24	2023-07-23	AA+	偿还有息债务.
23 临港控股 SCP002	上海临港	地方国企	10	2.39	2023-02-23	2023-10-20	AAA	偿还发行人本部到期债务.
23 粤珠江 SCP003	珠江实业集团	地方国企	12	3.6	2023-02-21	2023-11-17	AAA	偿还发行人即将到期的存续超短期融资券.

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 4：本周新发境外债

证券名称	发行人	企业性质	发行货币	发行金额(人民币，亿元)	发行利率	发行日期	到期日期	主体评级
HENLND 5.13 02/23/33	恒基地产	外资企业	HKD	0.45	5.13	2023-02-23	2033-02-23	-
SUNHUN 4.3 02/23/26	新鸿基地产	外资企业	HKD	0.56	4.3	2023-02-23	2026-02-23	AAA
HENLND 5 02/23/25	恒基地产	外资企业	USD	7.06	5	2023-02-23	2025-02-23	-
HENLND 4.7 02/24/26	恒基地产	外资企业	HKD	0.50	4.7	2023-02-24	2026-02-24	-
HENLND 5.36 03/02/33	恒基地产	外资企业	HKD	0.33	5.36	2023-03-02	2033-03-02	-
HENLND 5 02/28/25	恒基地产	外资企业	HKD	0.45	5	2023-02-28	2025-02-28	-
HENLND 5.2 02/24/26	恒基地产	外资企业	HKD	0.39	5.2	2023-02-24	2026-02-24	-
WREICL 4 1/2 02/24/26	九龙仓置业	公众企业	USD	5.15	4.5	2023-02-24	2026-02-24	-

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

4. 行业与个股情况

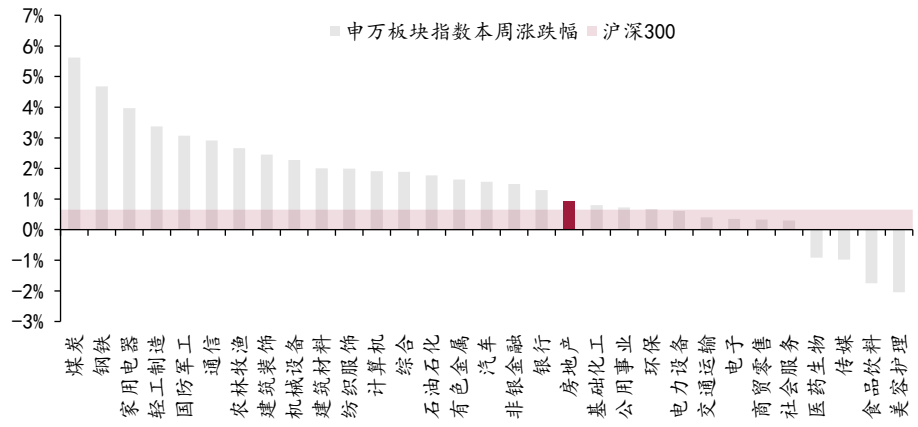
4.1. 行业涨跌与估值情况

4.1.1. A 股市场

本周申万房地产指数+0.94%，较上周提升 4.10pct，涨幅排名 19/31，领先沪深 300 指数 0.28pct。A 股涨幅前三个股分别为深振业 A+9.70%、光大嘉宝+9.06%、深赛格+8.47%；跌幅前三个股分别为万通发展-12.76%、空港股份-4.52%、蓝光发展-4.46%。

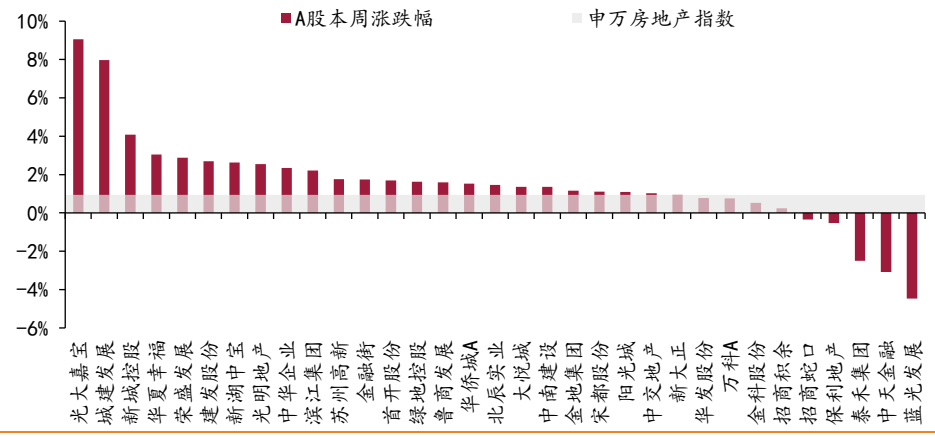
截至 2 月 24 日，申万地产 PE(TTM)、PB(LF)自 2010 年以来的估值分位数分别为 31.1%、0.2%，相对沪深 300 指数的 PE、PB 估值分位数分别低至 30.0%、4.6%。

图 31：申万板块本周涨跌幅排名



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：A 股重点个股本周涨跌幅



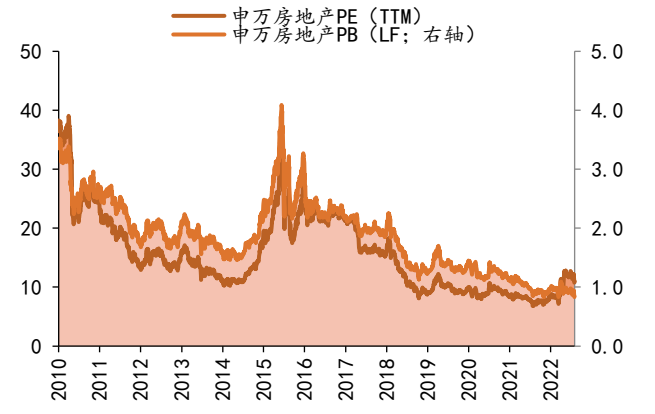
资料来源：Wind，天风证券研究所

表 5：A 股本周涨/跌前五

涨幅排名			跌幅排名		
1	深振业 A	+9.70%	1	万通发展	-12.76%
2	光大嘉宝	+9.06%	2	空港股份	-4.52%
3	深赛格	+8.47%	3	蓝光发展	-4.46%
4	城建发展	+7.97%	4	奥园美谷	-3.32%
5	万泽股份	+6.76%	5	中天金融	-3.08%

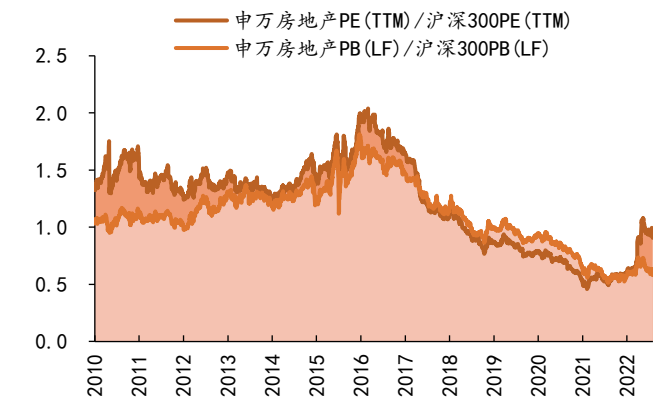
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：申万房地产 PE（TTM）和 PB（LF）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：申万房地产相对沪深 300 的 PE（TTM）和 PB（LF）



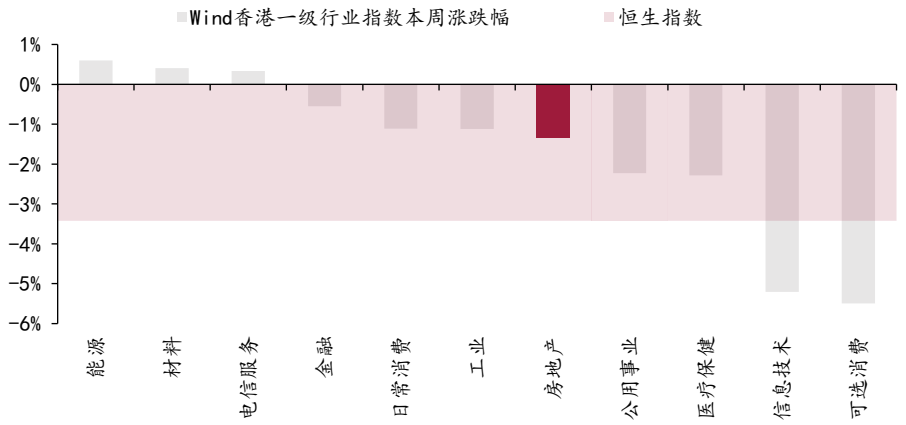
资料来源：Wind，天风证券研究所

4.1.2. H 股市场

本周 Wind 香港房地产指数-1.35%，较上周提升 1.33pct，涨幅排序 7/11，领先恒生指数 2.08pct；克而瑞内房股领先指数为-0.18%，较上周提升 2.55pct。H 股涨幅前三个股分别为中梁控股+15.87%、祥生控股集团+10.14%、中骏集团控股+5.56%；跌幅前三个股分别为力高集团-9.79%、远洋集团-4.50%、龙湖集团-3.67%。

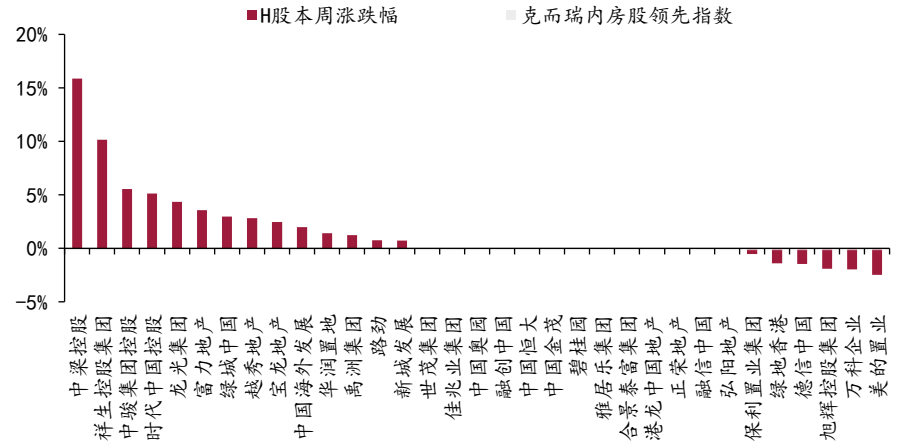
截至 2 月 24 日，Wind 香港房地产指数 PE（TTM）、PB（LF）自 2010 年以来的估值分位数分别为 18.8%、0.3%，相对恒生指数的 PE、PB 估值分位数分别低至 15.7%、9.4%。

图 35：Wind 香港一级行业指数本周涨跌幅排名



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：H 股重点个股本周涨跌幅



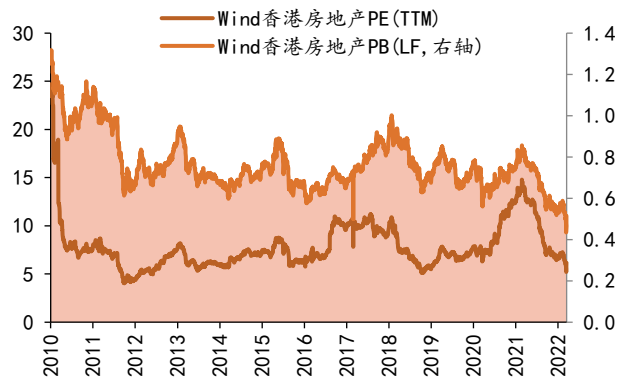
资料来源：Wind，天风证券研究所

表 6：H 股本周涨/跌前五

涨幅排名			跌幅排名		
1	中梁控股	+15.87%	1	力高集团	-9.79%
2	祥生控股集团	+10.14%	2	远洋集团	-4.50%
3	中骏集团控股	+5.56%	3	龙湖集团	-3.67%
4	时代中国控股	+5.13%	4	合生创展集团	-3.36%
5	龙光集团	+4.35%	5	金地商置	-3.23%

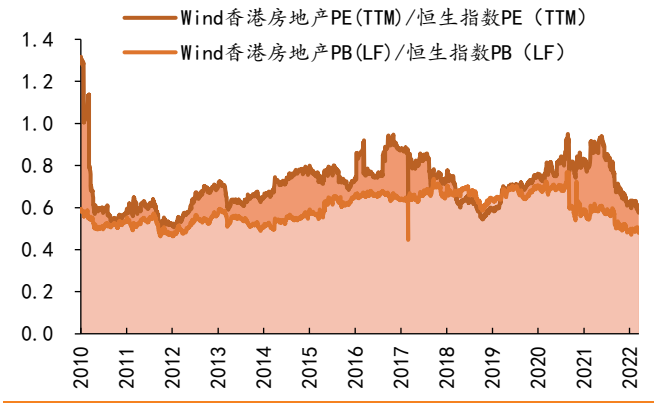
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：Wind 香港房地产 PE(TTM)和 PB(LF)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 38：Wind 香港房地产相对恒生指数的 PE(TTM)和 PB(LF)



资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 重要公告概览

表 7：重要公告一览

公司	公告日期	内容摘要
保利发展	2023-02-21	公司 2 月 16 日成功发行 2023 年度第一期短期融资券，实际发行总额 25 亿元，发行利率 2.26%。
	2023-02-24	公司拟向向特定对象发行不超过 8.1 亿余股股票，募集金额 125 亿资金。
金地集团	2023-02-22	旗下项目公司向中国工商银行申请额度 8.9 亿元额度的贷款，贷款期限最长为 5 年。
中南建设	2023-02-21	公司决定不调整“21 中南 01”债券的票面利率，即“21 中南 01”债券存续期后 2 年的票面利率为 7.30%。
	2023-02-21	公司决定不调整“21 中南 01”债券的票面利率，即“21 中南 01”债券存续期后 2 年的票面利率为 7.30%。
	2023-02-22	控股子公司南通海门锦瑞置业有限公司向渤海银行南通分行借款 2.5 亿元，公司为有关融资提供连带责任担保，担保期限至贷款到期日起三年。
	2023-02-24	2023 年 2 月 16 日开始的未来 6 个月内，中南城投国股票质押等业务纠纷持有的公司股份存在减少 5%的风险。
中国金茂	2023-02-20	公司已于 2 月 20 日完成向专业投资者发行本金为 17 亿元的公司债券，最终票面利率为 3.8%。
荣盛发展	2023-02-24	公司拟向向特定对象发行总计金额不超过 30 亿股面值 1 元股票。
首开股份	2023-02-21	公司已完成 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券的第一期发行工作，实际发行规模为人民币 39 亿元。
滨江集团	2023-02-21	公司竞得杭州市三处土地的使用权，建设面积共近 11 万平方米，土地总价 34 亿元，规划用途均为住宅。
华发股份	2023-02-22	公司定增预案修订为向特定对象发行 A 股股票，募集资金总额预计为不超过 60 亿元（含本数）。
建发股份	2023-02-24	香港证券及期货事务监察委员会确认公司不会因拟现金收购（改成股市官方名称）红星美凯龙 29.95%股份而产生对美凯龙已发行股份的全面要约责任。
金融街	2023-02-20	公司于 2023 年 2 月 15 日发行 2023 年度第二期中期票据（23 金融街 MTN002），有效申购金额 13 亿元，发行利率 3.67%。
北辰实业	2023-02-22	公司副总经理刘铁林先生、孙东樊先生辞任，聘任魏明乾先生为本公司副总经理。
新湖中宝	2023-02-21	公司的控股股东新湖集团以 22.7 亿元的代价向新安财通协议转让公司 10%股权。
大名城	2023-02-23	公司子公司向工行福建自贸区福州片区分行申请借款人民币 1.7445 亿元。
宋都股份	2023-02-22	执行总裁汪庆华先生计划通过集中竞价的方式减持不超过 22.5 万股，占公司总股本的比例为 0.017%；副总裁陈振宁先生计划通过集中竞价的方式减持不超过 6.7 万股，占公司总股本的比例为 0.005%。

陆家嘴	2023-02-24	公司拟与关联方陆家嘴集团、前滩投资以现金方式出资，共同设立耀筠置业，注册资本 150 亿元。
上海临港	2023-02-23	公司完成第二期超短期融资券募集，本期超短期融资券发行总额人民币 10 亿元，票面利率为 2.39%。
泛海控股	2023-02-21	民生银行以金融借款合同纠纷为由，对公司及公司的实质控制人卢志强提起诉讼，公司的部分财产已被北京金融法院采取了保全措施。
合肥城建	2023-02-24	合肥工投工业科技发展有限公司和合肥高新建设投资集团有限公司拟按股权比例向公司控股孙公司合肥工投高新科创投资发展有限公司共同增资 3 亿元人民币。
中国武夷	2023-02-22	公司为全资子公司中武（福建）跨境电子商务有限责任公司向招行福州分行申请 3,000 万元授信额度提供最高额连带责任担保。

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

1) 证券市场波动、政策推进节奏及实施效果等存在不确定性

2) 信用修复、格局优化及行业复苏可能存在不及预期的风险

3) 宏观环境变化可能对房地产行业及公司的运行产生影响

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com