

# 强于大市

# 房地产行业 2024 年度策略

## 行业寒冬尚在延续，房企能否行稳致远？

### 核心观点

#### 【2024 年房地产行业展望】

■ 我们预计 23、24 年销售面积同比增速-9%、-6%，销售金额同比增速-8%、-8%；房地产开发投资额同比增速-9%、-5%；新开工面积同比增速-24%、-11%；竣工面积同比增速 15%、-24%。我们预计 24 年房地产对经济的拉动有-0.40~+0.10 个百分点，相较于 23 年有所改善。

#### 【以住宅库存的角度去看当前房地产行业供需关系】

■ 近两年需求的走弱比供应减弱更明显，行业供需关系出现了明显的扭转。23 年 11 月末，我国商品住宅广义库存面积 21.0 亿平，较 20 年 8 月的小高点下降 23.5%；去化周期为 27.9 个月，较 20 年 12 月的低点提升了 61.7%。库存量虽不处于历史高位水平，但其中滞重库存占比在提升，这也将继续影响后续销售质量的修复。此外，我国商品住宅现房库存也持续抬升，接近历史最高水平。23 年 11 月末，我国现房库存面积 3.2 亿平，占全国住宅广义库存的比重为 15.1%。各城市结构性的供需关系差异较大，一二线城市新增供给小于需求，去化速度也相对较快，三四线城市新增供给仍大于需求。

■ 需求端政策有效性：京沪>杭>广>深。我们认为，此次京沪新政由于是时隔 6 年以上未调整过，预期政策效果与持续时间也将较深圳更强更久，叠加北京普宅标准从明年 1 月开始执行，也会带来一波置换需求。我们预计政策效果至少会延续至明年 2 月，3 月是否会有“小阳春”还需观察明年的经济修复情况。

#### 【“三支箭”出台一年后实质融资情况是否改善？】

■ 房地产“三支箭”落地一年，从政策效果来看，不及预期，主要体现在：1) 受益房企有限；2) 融资规模仍处低位；3) 违约仍然在出现。从各类融资渠道来看，1) 银行贷款：政策难改地产贷款占比下降趋势，整体余额增速仍在下行，银行涉房不良贷款率仍在上升。23Q3 末房地产开发贷余额 13.2 万亿元，占比 5.6%。2) 国内债券：民营和混合所有制房企融资仍面临较大困难，同时债券违约率仍然较高。23 年 11 月末地产行业国内债券余额 1.6 万亿元，占比 3.5%；海外债券余额 1.01 万亿元，占比 12.1%。3) 非标信托：发行规模持续下降，融资主体质量提升带动融资成本下行。23Q2 未投向房地产的信托资金余额 1.05 万亿元，占比 6.7%。4) 股权融资：进度缓慢，筹集资金体量有限。22 年 11 月-23 年 11 月港股房企已落地配股和供股募集资金 283 亿元，A 股已落地定增募集资金 293 亿元。5) REITs：为房企提供了新的融资渠道，但目前由房企发起的较少，仅两只（蛇口产园 REIT、华润有巢 REIT），规模合计 32.9 亿元，占公募 REITs 发行总规模的比重仅为 3.4%。随着保租房、消费基础设施 REITs 不断推出，适用范围与房企的业务关联度加强，房企或将更多参与。23 年 11 月以来融资支持力度明显加大且更有针对性，给市场注入了一定的信心，缓解了部分对于民营房企和出险房企的连环信用恐慌；不过从实际落地角度而言，仍有一定难度，具体的实施效果仍需观察。

#### 【房地产行业和企业能否度过“寒冬”？】

■ 行业：1) 行业资金压力虽然较大，但 23 年 1-11 月整体资金流入还是能完全覆盖刚性资金流出（净流入 1.6 万亿元）；若考虑拿地支出，现金流或出现约 19 亿元的缺口。2) 从未到到期债券压力来看，24 年 1、3、4、6 月行业将面临国内外债券到期小高峰。3) 从未到整体现金流压力测试来看，若继续当前的销售回款与融资状态，不考虑拿地支出，未来一年内，房地产行业均月资金流入始终大于当月资金流出，整体行业并无明显的现金流压力。24 年全年资金净流入 1226 亿元，上半年净流入 173 亿元，下半年净流入 1399 亿元。4) 行业销售规模仍在下降，并未跌破压力红线，但全年现金流压力不大。4) 根据我们的测算，23、24 年全国商品房销售额的压力红线分别为 6.51、5.72 万亿元，行业资金流入才能覆盖刚性的资金流出。若考虑拿地支出，那么销售需达 11.38、10.60 万亿元，略低于我们对商品房销售额的预测。因此，理论上，行业销售规模仍在下降，并未跌破压力红线，但也已经十分接近红线，紧迫性较强。

■ 房企：我们对 108 家房企做了测算，得到：1) 房企债券到期压力测试：2024 年底以前半数的到期债券集中在民企，央企到期压力相对较小。不过，96%的房企均权益销售超加月均债券发行规模能完全覆盖月均到期债券。2) 房企销售压力红线测试：民企 23、24 年销售需要超出 22 年销售约一倍以上，当年的资金流入才可以覆盖资金流出；混合所有制房企需要超出 22 年销售 15%以上；央企基本无销售压力。总体来说，58%的房企 23、24 年基本无销售压力。45 家销售面临压力的企业中，52%的房企因应付账款规模较大；52%因期间费用较高；59%因债券到期压力较大；74%因债券发行较少。3) 房企现金流压力测试：a) 静态现金流安全程度：我们依据在手现金能否覆盖累计的现金流缺口来判断（即是否有可能出现流动性风险）。根据我们的测算，41 家房企（占比 38%）存在风险。在额外考虑表外负债的情况下，另有 12 家房企（占比 11%）出现了资金缺口。其余 51%的房企在考虑表外负债后，在手现金仍能覆盖资金缺口或不存在资金缺口，视为静态现金流安全。b) 动态现金流安全程度：在此基础上，我们观察 23 年 12 月-24 年 12 月单月现金流是否会出现缺口。有 10 家（9%）房企每个月的资金流入持续不能覆盖流出。有 15 家（占比 14%）房企个别月份资金流入不能覆盖流出。安全性最高的有 30 家（占比 28%）房企，不存在资金缺口，未来每个月的资金流入均大于流出，这类房企动态现金流均安全，包括保利、碧桂园、中海、华润、中交、华发、建发、越秀、绿城、滨江、龙湖及其他等等，多为央企和区域深耕型民企。

### 投资建议：

■ 近期行业需求及融资端政策均明显发力，一方面，针对非国有企业的融资表态频繁，给市场注入了一定的信心，缓解了部分对于民营房企和出险房企的连环信用恐慌；另一方面，京沪购房政策同步大力度调整，将对整体房地产市场信心的重塑和预期回升具有积极作用。不过，各项支持政策落地效果以及效果持续性仍需要一段时间的验证与观察。我们认为，短期关注各项政策支持政策落地实际效果以及效果持续性，中长期关注城中村改造、保障性住房建设推进带来的行业机会。

■ 尽管当前行业基本面仍将面临较长的调整期，但需求端仍存在结构性机会，一方面来自于一线城市需求端政策大幅优化，另一方面，核心城市的改善性需求具备一定韧性。同时，我们认为，在当前市场情绪脆弱、房企信用下滑、基本面尚未改善的情形下，虽然个别弱资质、资金紧张的房企仍有可能出现债务违约事件，但整体行业风险基本可控，出现系统性风险的概率较低。因此，流动性安全、重仓高能级城市、产品力突出的房企或更具备 α 属性。稳健经营的优质民企和混合所有制房企或将受益于后续更有针对性的融资支持政策，若能在本轮周期中生存下来，或具备更大的估值修复弹性。

■ 现阶段我们建议关注四条主线：1) 无流动性风险且拿地销售基本面较好的央企：保利发展、招商蛇口、华润置地、建发国际集团、越秀地产、华发股份、绿城中国。2) 安全系数相对较高的民企：滨江集团、美的置业。3) 底部回升、弹性较大的公司：金地集团、龙湖集团。4) 有城中村改造和保障房建设、或 REITs 相关主题机会的：中交地产、城建发展、中华企业、南山控股。

### 风险提示：

■ 房地产调控政策效果不及预期：各地密集出台供需端政策，但从实施效果来看，对市场的提振效果较为有限。

■ 房地产行业基本面超预期下行：行业销售短期仍存在波动，行业新开工、投资等关键性指标存在进一步下行风险。

■ 融资政策落地不及预期：行业融资宽松政策自 2022 年以来出台较多，但落地不佳，需观察实质效果，以及融资政策是否会收紧带来的影响。

### 相关研究报告

《京沪房地产政策调整点评：京沪房地产信贷政策、普宅标准同步放松，市场信心有望提振带动成交复苏》(2023/12/15)

《中央经济工作会议点评：六年来首次未提“房住不炒”；化解房地产风险置于首位》(2023/12/13)

《地产新模式探索系列之二：城中村改造篇——城中村改造加速推进，超 7 亿平规模为行业注入新动能》(2023/9/6)

《房地产行业 2023 年中期策略：走出停滞期，诞生新格局》(2023/6/13)

《房地产行业 2023 年度策略：弩箭已离弦，能否冰解的破？》(2022/12/18)

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰

(8621)20328348

yifeng.xia@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐

(8621)20328710

jialu.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

## 目录

<b>1 2024 年房地产行业展望：销售投资降幅预计收窄，预计对经济的拉动作用较 23 年改善</b> .....	<b>9</b>
1.1 我们预计 2024 年核心指标将在低基数基础上有所修复，投资修复晚于销售 .....	9
1.2 销售：预计 2024 年销售面积增速-6%，销售金额增速 -8% .....	11
1.3 房地产投资与新开工：预计 2024 年投资增速 -5%，新开工面积增速-11% .....	13
1.4 竣工：预计 2024 年竣工面积增速-24% .....	15
1.5 房地产投资对经济的影响：2024 年对经济拉动预计-0.40~+0.10 个百分点，相较于 2023 年有所改善 .....	18
<b>2 以住宅库存的角度去看当前房地产行业供需关系</b> .....	<b>20</b>
2.1 近两年需求的走弱比供应减弱更明显，行业供需关系出现了明显的扭转 .....	20
2.2 从结构上看，一线城市去化速度快，新增土地供给小于需求 .....	22
2.3 存量住房品质较差、人口流入较多的高能级城市，未来地产修复动能或更足 .....	23
2.4 京沪需求端政策有效性强于其他城市，预计此次新政效果至少会延续至明年 2 月 .....	27
<b>3 融资：“三支箭”效果不及预期，受益房企有限、融资规模仍处低位、违约仍在出现</b> .....	<b>32</b>
3.1 时隔 1 年，“三支箭”实施效果不达预期 .....	32
3.2 上下游占款：商票规模缩减，逾期情况改善；房款仍然低迷，预收账款持续出现双位数负增长 .....	47
3.3 REITs：适用范围与房企的业务关联度逐步加强，房企参与意愿明显加大 .....	51
<b>4 房地产行业和企业能否度过“寒冬”？</b> .....	<b>55</b>
4.1 行业到位资金压力仍然较大；2023 年前三季度债券融资大幅减弱 .....	55
4.2 若延续当前的销售回款与融资状态，不考虑拿地支出的情况下，2024 年行业整体资金流入仍能覆盖流出 .....	56
4.3 房企现金流压力测试：房企寒冬尚未过去，民企资金缺口较大 .....	59
<b>5 投资建议</b> .....	<b>72</b>
<b>6 风险提示</b> .....	<b>73</b>
<b>7 附录</b> .....	<b>74</b>

## 图表目录

图表 1. 2023、2024 年地产核心指标预测 .....	10
图表 2. 2022 年 1-9 月的各项数据依据今年披露的增速来反推，均发现有所调整。10	
图表 3. 2022 年销售面积调整比例约 90%，销售金额约 94%，投资约 93%，新开工与竣工的调降比例均为 99% .....	11
图表 4. 2024 年销售面积增速为-6%，销售均价增速为-2%，销售金额增速为-8%11	
图表 5. 我们预计 2023Q4、2024Q1~Q4 全国商品房销售面积同比增速分别为-15%、-8%、-7%、-3%、-4%；销售均价同比增速分别为-2%、-3%、-2%、-2%、-2%12	
图表 6. 我们预计 2024 年 Q1~Q4 销售面积增速分别为-8%、-7%、-3%、-4% ...13	
图表 7. 我们预计 2024 年 Q1~Q4 销售均价增速分别为-3%、-2%、-2%、-2% ...13	
图表 8. 我们预计一线城市销售面积增速将会在明年 Q2 开始转正；二线城市在明年 Q1 回正；三四线城市同比增速持续负增长 .....	13
图表 9. 2024Q1~Q4 土地投资额同比增速分别为-17%、-3%、-8%、6%，工程款增速分别为-1%、-4%、-4%、-6% .....	14
图表 10. 我们预计 2023、2024 年全年房地产投资预计为 11.2、10.7 万亿元，同比增速预计分别为-9%、-5% .....	14
图表 11. 2024Q1~Q4 房地产投资同比增速分别为-6%、-4%、-6%、-3% .....	14
图表 12. T 季度新开工面积增速与 T 和 T-1 季度的土地购置面积增速均值趋势基本一致 .....	15
图表 13. 2023、2024 年新开工面积预计分别可达 9.1、8.2 亿平，同比增速预计分别为-24%、-11% .....	15
图表 14. 2024Q1~Q4 我们预计新开工面积同比降幅将逐步收窄，同比增速分别为-20%、-15%、-5%、0% .....	15
图表 15. 74%的省市今年 1-11 月竣工正增长且保交付完成度较高 .....	16
图表 16. 海南、上海、宁夏 2021-2022 年新开工面积同比降幅相对较小，对 2024 年的竣工相对有支撑，全国均为负增长 .....	16
图表 17. 81%的省份 2022 年的实际竣工面积不及理论竣工面积 .....	17
图表 18. 35%的省份 2018-2022 年间有 4 年的实际竣工面积不及理论竣工面积，55%的省份有 3 年的实际竣工面积不及理论竣工面积 .....	17
图表 19. 我们预计 2023、2024 年商品房竣工面积同比增速分别为+15%、-24% .18	
图表 20. 2022 年房地产投资对 GDP 的贡献率为-40%，对 GDP 的拉动为-2.12 个百分点 .....	19
图表 21. 我们预计，2024 年房地产投资对 GDP 的拉动在-0.40~+0.10 个百分点 ...19	
图表 22. 截至 2023 年 11 月末，我国商品住宅广义库存面积（累计新开工-累计销售面积）为 21.0 亿平，去化周期为 27.9 个月 .....	20
图表 23. 截至 2023 年 11 月末，我国现房库存面积约 3.2 亿平，占全国住宅广义库存面积的比重为 15.1%，呈明显上升趋势 .....	21
图表 24. 2020 年-2023 年 1-11 月住宅土地成交建面同比增速持续出现双位数负增长 .....	21



图表 25. 2023 年 1-11 月全国住宅土地成交建面/商品住宅销售面积仅 0.66.....	21
图表 26.一、二、三四线城市 2023 年 1-11 月住宅类用地土地成交建面/商品住宅销售面积分别为 0.60、0.71、1.18；截至 11 月末，一、二、三四线城市去化周期分别为 13.5、17.7、22.5 个月 .....	22
图表 27. 供给小于需求，且去化周期小于 12 个月的城市相对供求关系健康，涉及到的城市有：上海、杭州、成都、淄博 .....	23
图表 28. 综合来看，上海、广东、北京、浙江未来或存在较大的潜在新增需求...	23
图表 29. 上海、北京、广东和海南人均住房间数、人均住房建面相对较少 .....	24
图表 30. 2020 年末，上海、北京、天津、广东、海南、内蒙古、吉林城镇人均住房间数相对较少；广东、上海、北京、海南城镇人均住房建面相对较低.....	25
图表 31. 广东、上海、北京、海南、浙江和福建，2020 年末人均住房面积低于 20 平的家庭户超过 20% .....	25
图表 32. 上海近五成（48%）住宅都是 2000 年以前建造，北京和天津在 2000 年以前建造的住宅比例也达 4 成 .....	26
图表 33. 上海、广东、浙江和北京等省市城镇住宅户型普遍偏小.....	26
图表 34. 截至 2020 年末，上海、广东、浙江、北京流动人口占总人口的比重分别高达 42%、41%、40%、38% .....	27
图表 35. 一线城市 9 月以来的政策后市场表现.....	28
图表 36. 杭州政策后市场表现.....	28
图表 37. 在出台大力度放松政策后，北京、上海、广州、杭州新房市场回暖；上海、深圳、杭州二手房市场回暖.....	28
图表 38. 首付比例下调和限购放松对于高能级城市的效果更强.....	29
图表 39. “认房不认贷”后，北京新房市场热度回升，且持续至 9 月 20 日，二手房市场持续至 9 月末，二手房持续性高于新房 .....	29
图表 40. “认房不认贷”后，上海市场热度回升，持续至 9 月末左右，二手房波动明显小于新房 .....	30
图表 41. 深圳 9 月 28 日房贷利率下限下调后，新房市场明显回暖，持续至 11 月 10 日左右；11 月 22 日首付比例下调、普宅认定标准优化后，二手房市场小幅回暖，持续至今 .....	30
图表 42. 广州在 8 月 31 日、9 月 8 日、9 月 20 日密集出台优化政策后，新房市场热度明显回升，持续至 9 月末 .....	30
图表 43. 杭州 10 月 16 日非主城区限购放松、首付比例下调后，市场回暖，持续至 11 月初，二手房持续性略好于新房 .....	31
图表 44. 继 2022 年 11 月房地产“三支箭”相继落地后，房企融资相关会议频繁	32
图表 45. 房地产行业融资规模处于低位，在全行业的融资占比相对较低.....	33
图表 46. 23Q3 末房地产开发贷款余额占人民币贷款余额的比重为 5.6%；23 年 11 月末房地产行业国内债券余额占全行业的比重为 3.5%，海外债券为 12.1%；23Q2 末投向房地产的信托资金余额占全行业的比重为 6.7%.....	33
图表 47. 2023 年三季度末，房地产开发贷款余额 13.2 万亿元，同比增长 4.0%...34	34
图表 48. “第一支箭”后，2022 年 11 月-2023 年 10 月国内贷款累计 1.40 万亿元，较 2021 年 11 月-2022 年 10 月下降 11.4%，较 2020 年 11 月-2021 年 10 月下降 35.8% .....	34

图表 49. 截至 2023 年三季度末，房地产开发贷款余额占比 5.6%，较 2019 年一季度末下降 2 个百分点 .....	35
图表 50. 2023 年上半年房地产行业贷款规模排名 .....	35
图表 51. 2023 年上半年房地产业贷款不良率排名 .....	36
图表 52. 根据我们的不完全统计，近两个月已有中国银行、农业银行、建设银行、交通银行、工商银行、邮储银行、光大银行、广发银行、浙商银行、中信银行、兴业银行、平安银行等多家银行密集与房企召开座谈会（截至 2023 年 12 月 14 日） .....	37
图表 53. 五大行的平均净利息差从 2020 年的 2.51% 下降至 2022 年的 2.25%，2023 年前三季度年化后的净利息差降至 1.99% .....	38
图表 54. “三支箭”政策出台后，房企债券发行量短期的回升，2022 年 12 月发行规模为 454.5 亿元 .....	38
图表 55. “三支箭”政策出台后，房企债券净融资出现了短期的回升，2022 年 12 月-2023 年 5 月净融资额为正 .....	39
图表 56. “三支箭”后一年（2022 年 12 月-2023 年 11 月）央企、地方国企、民企、混合所有制房企国内债券发行规模占比分别为 32.0%、55.8%、6.8%、3.6% .....	39
图表 57. 民企与混合所有制房企在“三支箭”后一年（2022 年 12 月-2023 年 11 月）净融额为负 .....	40
图表 58. “三支箭”后一年（2022 年 12 月-2023 年 11 月），央企、地方国企、民企、混合所有制房企国内债券发行规模分别为 1406.4、2453.0、300.2、157.0 亿元 .....	40
图表 59. 房地产市场陷入了流动性危机的恶性循环 .....	40
图表 60. 截至 2023 年 11 月 19 日，房地产行业国内债券违约余额 2514 亿元，余额违约率为 23.62% .....	41
图表 61. 违约金额较大的开发商有恒大（535 亿元）、龙光（183 亿元）、融创（152 亿元）、世茂（137 亿元）、富力（135 亿元）、时代（115 亿元） .....	41
图表 62. “三支箭”后一年（2022 年 12 月-2023 年 11 月）房地产行业海外债发行规模合计 1126.4 亿元，同比下降 24.0%，净融资额为 -2979.1 亿元 .....	42
图表 63. 2024 年 1、3、4、6 月为国内债券到期小高峰，到期规模分别为 674.3、682.8、699.8、656.2 亿元 .....	42
图表 64. 2024 年房地产行业国内债券中，央企到期规模 600.0 亿元，地方国企到期 1156.6 亿元，民企到期 196.1 亿元，混合所有制房企到期 181.0 亿元 .....	43
图表 65. 港股方面，共计 10 家上市房企落地配股和供股融资，合计募集资金总额 282.8 亿元 .....	43
图表 66. A 股房企中，仅华发股份、招商蛇口、陆家嘴三家定增已经落地实施，实际募集资金 293.0 亿元 .....	44
图表 67. 其他 A 股上市房企目前的定增多在流程审批阶段 .....	45
图表 68. 截至 2023 年二季度末，投向房地产的信托资金余额为 1.05 万亿，较 2022 年同期下降 25.9% .....	46
图表 69. 截至 2023 年二季度末，投向房地产的信托资金余额占整体信托余额的比重为 6.7%，同比下降 2.8 个百分点 .....	46
图表 70. 2023 年 1-10 月投向房地产行业的信托发行数量为 651 个，同比下降 61.2%；发行规模合计 347.0 亿元，同比缩减 72.2% .....	46

图表 71. 2023 年 10 月房地产信托平均发行利率为 6.65%，同比下降 0.89 个百分点 .....	47
图表 72. 申万房地产板块 2022 年应付票据同比下降 45.0%，2023 年前三季度再度同比下降 42.8% .....	47
图表 73. 截至 2023 年 10 月末出现票据逾期行为的房地产项目公司数量 1377 个，同比大幅减少 57.6%，占全部商票逾期企业的比重环比降低 0.8 个百分点至 53% .....	48
图表 74. 截至 2023 年 10 月末，融创、中南、海伦堡、绿地等持续逾期数量处靠前位置 .....	48
图表 75. 2023 年 1-10 月定金及预收款为 3.66 万亿元，同比下降 10.4%，个人按揭贷款为 1.85 万亿元，同比下降 7.6% .....	49
图表 76. 2022 年定金及预收款/个人按揭贷款为 2.07X，较 2021 年下降了 0.2X；2023 年 1-10 月进一步降至 1.98X .....	49
图表 77. 2023 年三季度全国重点城市的商业贷款比例为 62.6%，同比提高 2.9 个百分点，较上季度环比提升 1.4 个百分点 .....	49
图表 78. 2022 年末申万房地产板块预收账款（包括合同负债）规模降至 2.81 万亿元，同比下降 14.2%，2023 年 9 月末进一步降至 2.71 万亿元，同比下降 18.3% .....	50
图表 79. 2022 年预收账款债务比降至 0.89X，2023 年 9 月末降至 0.87X，回落至 2018 年的水平 .....	50
图表 80. 基础设施公募 REITs 适用范围经过多次扩容 .....	51
图表 81. 截至 2023 年 11 月末，我国基础设施公募 REITs 发行规模超千亿元 .....	51
图表 82. 保租房 REITs 发行和项目筹备情况梳理 .....	52
图表 83. 截至 2023 年 9 月末，万科、龙湖、旭辉、华润、朗诗、招蛇、保利旗下租赁住房管理规模较大，超 4 万间 .....	52
图表 84. 首批 4 只消费类基础设施公募 REITs 底层资产均较为优异 .....	53
图表 85. 典型企业商业地产规模 .....	53
图表 86. 有意向发行消费类基础设施公募 REITs 的企业表态（不完全梳理） .....	53
图表 87. 已经发行过商业物业资产支持专项计划的房企不完全梳理 .....	54
图表 88. 2022 年、2023 年 1-10 月房企到位资金同比分别下降 25.9%、13.8%，持续出现双位数负增长 .....	55
图表 89. 2022 年、2023 年 1-10 月应付工程款分别为 2.63、1.97 万亿元，同比分别下降 9.1%、14.5% .....	55
图表 90. 2022 年申万地产板块（经营性现金流出+筹资性现金流出）/（经营性现金流入+筹资性现金流出）为 84.4% .....	55
图表 91. 2022 年贷款等融资及销售回款降幅相对较大，2023 年前三季度债券融资大幅减弱 .....	56
图表 92. 2023 年 1-11 月房地产行业资金流入减去资金流出为 1.6 万亿元，现金流入仍然能覆盖刚性的现金流出 .....	56
图表 93. 2024 年 1、3、4、6 月行业仍面临国内外债券到期小高峰 .....	57
图表 94. 未来各月份当月到期规模/（2023 年 1-11 月月均国内外债券发行规模+月均房款）2024 年上半年均值 10%，债务到期压力大于下半年（均值 5%） .....	57
图表 95. 在不考虑拿地的情况下，2024 年全年有 2.04 万亿元的资金流入 .....	57

图表 96. 在考虑拿地的情况下，2024 年全年资金净流入 1226 亿元，其中上半年净流出 173 亿元，下半年净流入 1399 亿元.....	57
图表 97. 行业销售压力红线测算方法.....	58
图表 98. 2023、2024 年全国商品房销售金额必须超过 6.51、5.72 万亿元，整体行业的资金流入才能覆盖刚性的资金流出，假若考虑拿地支出，则销售需要达到 11.38、10.60 万亿元.....	59
图表 99. 房企动静态现金流安全性测试框架.....	60
图表 100. 房企现金流压力测试核心结论.....	60
图表 101. 从总量来看，51%来源于民营房企，13%来源于混合所有制房企，3%来源于港资企业，17%来源于中央国有企业，15%来源于地方国有企业.....	61
图表 102. 从平均单个房企的到期规模来看，港资企业和地方国企平均的债务相对较少，混合所有制相对最多.....	61
图表 103. 2024 年 108 家房企债券到期规模相对较大的月份是 3、4、6 月，当月的到期规模均超过 450 亿元.....	61
图表 104. 2024 年 108 家房企债券到期规模相对较大的月份是 3、4、6 月，当月的到期规模均超过 450 亿元.....	62
图表 105. 108 家房企月均债券到期规模/（月均权益销售金额+月均债券发行规模）为 10%，港资企业和民企相对更高.....	62
图表 106. 2023 年 12 月-2024 年年末债券到期规模较高的房企为华润、恒大、融创、合景泰富、佳兆业、万科、金地、珠江，均超过 150 亿元.....	63
图表 107. 96%的房企月均权益销售额与月均债券发行规模均能完全覆盖月均到期债券规模.....	63
图表 108. 民企、混合所有制房企资金缺口相对较大.....	64
图表 109. 53%的房企面临一定现金流缺口，多由经营性现金流压力造成.....	65
图表 110. 民企 2023、2024 年权益销售需要超出 2022 年销售一倍以上，当年的资金流入才可以覆盖资金流出.....	65
图表 111. 32%的房企 2023、2024 年权益销售均需要超出 2022 年权益销售，当年的资金流入才可以覆盖资金流出.....	66
图表 112. 58%的房企 2023、2024 年销售基本无压力.....	66
图表 113. 52%的房企因应付款规模较大、52%的房企因三费较高、59%的房企因债务到期多、74%的房企融资较少而面临压力.....	66
图表 114. 108 家房企当前月均权益销售额为 2938 亿元，未来一年每个月的销售均需要超过当前的月均销售，当月的现金流流入才可能覆盖流出.....	67
图表 115. 39%的房企未来一年内每个月会持续面临销售压力，25%的房企在个别债务到期压力相对较大的月份存在一定销售压力.....	67
图表 116. 69 家月度销售出现压力的房企中，民企、混合所有制和港资房企占比 66%.....	67
图表 117. 民企 2023 年 7-11 月现金流缺口为 5293 亿元，预计 2024 年末将扩大至 1.53 万亿元，但 2023 年 6 月末的在手现金仅 4602 亿元，显然已经无法覆盖资金缺口.....	68
图表 118. 假设在手现金中有 30%受限，那么根据我们的测算，在 2024 年 7 月混合所有制房企现金流缺口将扩大至 2132 亿元，超过在手可用现金，可能面临流动	

性风险 .....	68
图表 119. 各公司属性房企累计现金流缺口及在手现金能否覆盖累计现金流缺口的 情况梳理 .....	68
图表 120. 2023 年 11 月-2024 年 12 月共计 41 家房企或面临在手现金无法覆盖资金 缺口的情形，若考虑在手现金中部分现金受限，新增 3 家房企将可能出现在手现 金无法覆盖资金缺口的情形 .....	69
图表 121. 民企 2023 年 12 月-2024 年 12 月始终大于 170%，混合所有制在 119- 140%之间浮动，央国企始终小于 60% .....	70
图表 122. 108 家房企现金流安全性分档 .....	71



## 1 2024 年房地产行业展望：销售投资降幅预计收窄，预计对经济的拉动作用较 23 年改善

### 1.1 我们预计 2024 年核心指标将在低基数基础上有所修复，投资修复晚于销售

从销售端来看，在宏观经济走弱背景下，失业率上行、收入增速放缓、居民杠杆率高位，使得居民短期购买力和购买意愿双双走弱，这都导致房地产市场持续低迷，销售增速延续下滑趋势，但在一系列利好政策推动下，降幅逐步趋于平缓，累计降幅正逐步收窄，但 2023 年全年销售规模对比 2022 年仍会有一定幅度的缩量，和 2021 年及之前相比，销售绝对值仍是下了一个台阶的，我们预计，未来将逐步回到真实住房需求的水平。当前房地产市场仍处在底部修复、边际改善企稳的阶段，考虑到 2024 年房地产行业政策仍将维持宽松态势，近期一线城市的购房政策大力度放松，将对整体房地产市场信心的重塑和预期回升具有积极作用，我们认为 2024 年全年销售预计降幅较 2023 年有所收窄。

从投资端来看，整体压力犹存。房地产市场量价持续走弱、房企融资不断收缩、房企暴雷风险仍然频发，导致了供给端的大幅收缩，房企拿地、新开工已经超过 2 年大幅下降，累计施工面积自 2022 年 4 月以来持续为负，拖累房地产开发投资。不过，近期供需两端的政策支持力度明显加大，政策有效的前提下，房企新开工与投资意愿或将在 2024 年开始缓慢修复。

从竣工端来看，我们认为 2023 年竣工具备一定的确定性，一方面 2022 年的部分工程延期至今年竣工，另一方面，2020 年下半年至 2021 年上半年新开工体量相对较高，按照 2-3 年的结算期考虑，2023 年这部分项目或将交付。不过由于 2021 年下半年以来新开工明显缩量，同比持续负增长，预计 2024 年竣工面积或出现负增长。

我们对 2023、2024 年的地产核心指标进行预测：

- 1) 2023、2024 年销售面积同比增速为-9%、-6%；销售金额同比增速-8%、-8%，销售均价同比增速+2%、-2%。
- 2) 2023、2024 年房地产开发投资额同比增速为-9%、-5%。
- 3) 2023、2024 年新开工面积同比增速-24%、-11%。
- 4) 2023、2024 年竣工面积同比增速+15%、-24%。

自 2023 年 4 月开始国家统计局披露口径有所变化，销售、投资、新开工、竣工等指标所披露的增速与按照实际披露的两年数值直接计算的同比增速存在差异（具体调整情况见下文），因此我们依据今年披露的增速来反推 2022 年同期的数值，得到调整后的绝对数值。因今年 4 月开始披露的数据与上年已公布的同期数据之间存在不可比因素，不能直接相比计算增速，因此我们在测算中，2023 年同比增速均按照预期调整后的 2022 年数值来计算。若按照调整前的数值计算，2023 年销售面积同比增速-18%，销售金额同比增速-13%，销售均价同比增速+6%；投资同比增速-16%，新开工面积同比增速-24%，竣工面积同比增速+14%。

图表 1. 2023、2024 年地产核心指标预测

指标	2020	2021	2022		2023E	2024E
			调整前	调整后 E		
			销售面积 (万平)	176086		
yoy	3%	2%	-24%	-32%	-9%	-6%
销售金额 (亿元)	173613	181930	133308	125239	115511	106681
yoy	9%	5%	-27%	-31%	-8%	-8%
销售均价 (元/平)	9860	10139	9814	10199	10393	10168
yoy	6%	3%	-3%	1%	2%	-2%
房地产开发投资额 (亿元)	141,443	147,602	132,895	123,202	111,590	106,553
yoy	7%	4%	-10%	-17%	-9%	-5%
新开工面积 (万平)	224433	198895	120587	119809	91363	81563
yoy	-1%	-11%	-39%	-40%	-24%	-11%
竣工面积 (万平)	91218	101412	86222	85750	98309	75196
yoy	-5%	11%	-15%	-15%	15%	-24%

资料来源：国家统计局，中银证券

数据说明：2023 年核心指标同比增速均是按照 2022 年调整后的数值计算得到。

自 2023 年 4 月开始国家统计局披露口径有所变化，销售、投资、新开工、竣工等指标的增速均按可比口径计算。今年 4 月开始披露的数据与上年已公布的同期数据之间存在不可比因素，不能直接相比计算增速，主要原因是：1) 加强在库项目管理，对毁约退房的商品房销售数据进行了修订。2) 加强统计执法，对统计执法检查中发现的问题数据，按照相关规定进行了改正。3) 加强数据质量管理，剔除非房地产开发性质的项目投资以及具有抵押性质的销售数据。

基数 2022 年前三季度的各项数据依据今年披露的增速来反推，均发现有所调整：

- 2022 年 1-9 月销售面积由原公布的 10.14 亿平调降至 9.17 亿平，调降后的数据为原公布数据的 90%。2022 年全年原公布的销售面积为 13.58 亿平，按照该调降比例，我们预计，或调降至 12.28 亿平（2022Q4 单季为 3.11 亿平）。
- 2022 年 1-9 月销售金额由原公布的 9.94 万亿元调降至 9.34 万亿元，调降后的数据为原公布数据的 94%。2022 年全年原公布的销售金额为 13.33 万亿元，按照该调降比例，我们预计，或调降至 12.52 万亿元（2022Q4 单季为 3.19 万亿元）。
- 2022 年 1-9 月投资由原公布的 10.36 万亿元调降至 9.60 万亿元，调降后的数据为原公布数据的 93%。2022 年全年原公布的投资为 13.29 万亿元，按照该调降比例，我们预计，或调降至 12.32 万亿元（2022Q4 单季为 2.72 万亿元）。
- 新开工与竣工的调降比例均为 99%，与原值差异较小，调整方法参考销售与投资。

2023 年 1-11 月销售面积、销售金额、投资、新开工、竣工的调降比例与 2023 年 1-9 月一致。

因今年披露的数据与上年已公布的同期数据之间存在不可比因素，不能直接相比计算增速；因此本文中，涉及到的同比增速，均采用调降后的基数来计算同比增速（即 2023 年统计局公布的增速倒推的 2022 年基数）。

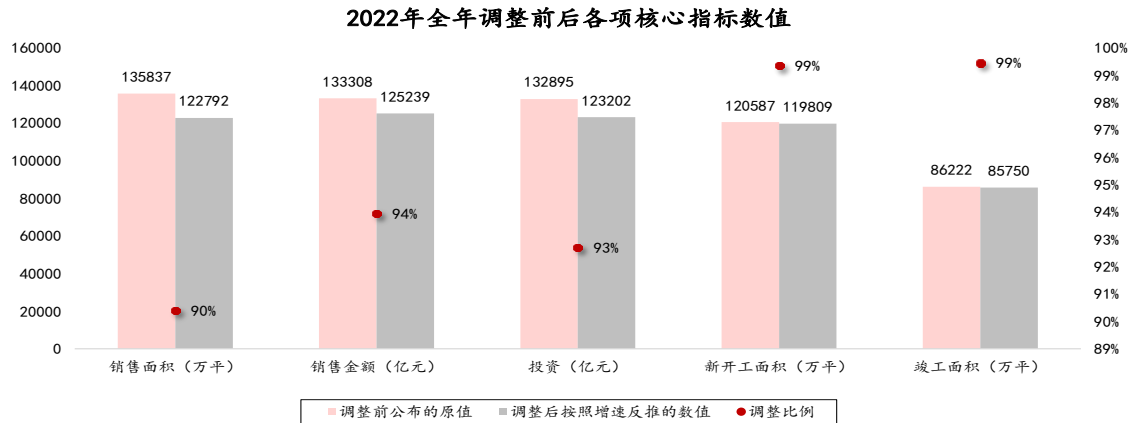
图表 2. 2022 年 1-9 月的各项数据依据今年披露的增速来反推，均发现有所调整

指标名称	调整前公布的原值			调整后按照增速反推的预计数值			调整比例
	2022 年 1-9 月	2022Q4	2022 年全年	2022 年 1-9 月	2022Q4	2022 年全年	
销售面积 (万平)	101422	34415	135837	91682	31110	122792	90%
销售金额 (亿元)	99380	33928	133308	93365	31874	125239	94%
投资 (亿元)	103559	29336	132895	96006	27196	123202	93%
新开工面积 (万平)	94767	25820	120587	94155	25653	119809	99%
竣工面积 (万平)	40879	45343	86222	40655	45095	85750	99%

资料来源：国家统计局，中银证券

备注：自 2023 年 4 月开始国家统计局披露口径有所变化，披露的数据与上年已公布的同期数据之间存在不可比因素，不能直接相比计算增速，我们根据统计局直接披露的增速反推调整后的数值。调整比例=调整后按照增速反推的预计数值/调整前公布的原值。

图表 3. 2022 年销售面积调整比例约 90%，销售金额约 94%，投资约 93%，新开工与竣工的调降比例均为 99%



资料来源：国家统计局，中银证券

备注：自 2023 年 4 月开始国家统计局披露口径有所变化，披露的数据与上年已公布的同期数据之间存在不可比因素，不能直接相比计算增速，我们根据统计局直接披露的增速反推调整后的数值。调整比例=调整后按照增速反推的预计数值/调整前公布的原值。

## 1.2 销售：预计 2024 年销售面积增速-6%，销售金额增速-8%

我们采用城市能级法，拆分各城市销售面积及销售均价，根据城市基本面、城市当前成交量价情况等分别进行单季数据测算，加总得到全国销售数据。

1) 我们预计，2023、2024 年全国商品房销售面积分别为 11.1、10.5 亿平，同比增速分别为-9%、-6%；销售金额分别为 11.6、10.7 万亿元，同比增速分别为-8%、-8%；销售均价分别为 10393、10168 元/平，同比增速分别为+2%、-2%。

2) 从结构上看，我们预计一线/二线/三四线 2023 年销售面积同比增速分别为-3%/-5%/-8%；一线/二线/三四线 2023 年销售金额同比增速分别为-7%/-1%/-11%；一线/二线/三四线 2024 年销售面积同比增速分别为 2%/2%/-6%；一线/二线/三四线 2024 年销售金额同比增速分别为 1%/3%/-13%。我们认为本轮周期复苏，结构上一二线明显强于三四线，一方面是因为基本面较好、且需求相对有韧性，另一方面，政策的边际效果有差异，高能级城市前期政策限制更严格，因此阶段性的放松相对更加显效。

图表 4. 2024 年销售面积增速为-6%，销售均价增速为-2%，销售金额增速为-8%

销售预测：按城市能级							
指标	城市能级	2020	2021	2022		2023E	2024E
				调整前	调整后		
销售面积 (万平)	全国	176,086	179,433	135,837	122,792	111,138	104,918
销售面积增速		3%	2%	-24%	-32%	-9%	-6%
销售金额 (亿元)		173,613	181,930	133,308	125,239	115,511	106,681
销售金额增速		9%	5%	-27%	-31%	-8%	-8%
销售均价 (元/平)		9860	10139	9814	10199	10393	10168
销售均价增速		6%	3%	-3%	1%	2%	-2%
销售面积增速	一线城市	7%	18%		-24%	-3%	2%
	二线城市	1%	15%		-33%	-5%	2%
	三四线城市	6%	-3%		-34%	-8%	-6%
	其余三四线城市	2%	-1%		-31%	-11%	-8%
销售金额增速	一线城市	17%	19%		-13%	-7%	1%
	二线城市	24%	22%		-33%	-1%	3%
	三四线城市	19%	2%		-34%	-11%	-13%
	其余三四线城市	1%	-4%		-34%	-10%	-15%
销售均价增速	一线城市	9%	1%		13%	-4%	-1%
	二线城市	23%	6%		1%	4%	1%
	三四线城市	13%	5%		0%	-4%	-7%
	其余三四线城市	-1%	-3%		-4%	1%	-8%

资料来源：中指院，国家统计局，中银证券

一线城市：北京、上海、广州、深圳；

二线城市：呼和浩特、沈阳、大连、长春、苏州、杭州、宁波、合肥、福州、厦门、济南、青岛、郑州、武汉、长沙、重庆、成都、西安、兰州；

三四线城市：东莞、常州、镇江、扬州、佛山、惠州、昆山、廊坊、汕头、中山、珠海、泉州、岳阳、韶关、舟山、泰安、江阴、泰州、芜湖、张家港、绍兴、常熟、固安、香河、沧州、池州、肇庆、丽水、宜兴、淮北、太仓、宿州、南平、三明、黄石、铜陵、衢州、六安、孝感、梅州

从季度情况来看，我们预计一线城市销售面积增速将会在明年二季度开始转正，销售均价增速在三季度回正。12月14日北京、上海同步大力度放松房地产政策，基于城市基本面更好、政策超6年未调整过等因素，预计政策应该能有明显效果，本次新政叠加此前广深的政策，将对一线城市市场信心的重塑和预期回升具有积极作用，也有利于稳住一线城市房价预期，二线城市由于前期政策放松力度相对更大，我们预计成交量增速会在明年一季度回正，但全年和一线城市增速相同，不过均价增速可能会是所有能级中唯一能转正的，主要由于部分基本面较好的二线城市前期价格调整较多，当下限购限贷政策宽松的力度也较大。三四线城市基本面较弱，且政策已经基本没有再放松发力的空间，预计市场将持续低迷，销售量价同比增速持续负增长。

图表 5. 我们预计 2023Q4、2024Q1~Q4 全国商品房销售面积同比增速分别为 -15%、-8%、-7%、-3%、-4%；销售均价同比增速分别为 -2%、-3%、-2%、-2%、-2%

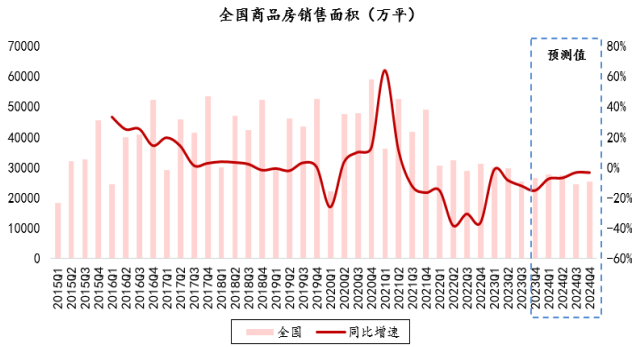
商品房>销售面积(万平方米)								
	全国	同比	一线城市	同比	二线城市	同比	三四线城市	同比
2022Q1	30495	-15%	1060	-30%	4325	-33%	2224	-45%
2022Q2	32351	-39%	984	-33%	5327	-38%	2311	-45%
2022Q3	28836	-31%	1382	-5%	4909	-30%	2515	-24%
2022Q4	31110	-37%	1184	-26%	4508	-32%	2549	-16%
2023Q1	29946	-2%	1185	12%	4866	13%	2591	17%
2023Q2	29569	-9%	1240	26%	5300	0%	2379	3%
2023Q3	25291	-12%	1056	-24%	4017	-18%	1935	-23%
2023Q4	26332	-15%	994	-16%	3965	-12%	1934	-24%
2024Q1	27648	-8%	1130	-5%	4920	1%	2425	-6%
2024Q2	27463	-7%	1262	2%	5389	2%	2227	-6%
2024Q3	24407	-3%	1096	4%	4096	2%	1846	-5%
2024Q4	25399	-4%	1077	8%	4039	2%	1816	-6%
商品房>销售金额(亿元)								
	全国	yoy	一线城市	yoy	二线城市	yoy	三四线城市	同比
2022Q1	29342	-24%	4494	-23%	6754	-34%	2882	-46%
2022Q2	33064	-39%	4345	-18%	7648	-46%	3078	-47%
2022Q3	30959	-26%	5730	5%	7984	-24%	3482	-20%
2022Q4	31874	-32%	4854	-16%	7701	-22%	3451	-16%
2023Q1	30545	4%	4704	5%	7963	18%	3476	21%
2023Q2	32547	-2%	5188	19%	8853	16%	3220	5%
2023Q3	25978	-16%	4274	-25%	6262	-22%	2263	-35%
2023Q4	26441	-17%	3876	-20%	6588	-14%	2489	-28%
2024Q1	27392	-10%	4365	-7%	8087	2%	3016	-13%
2024Q2	29729	-9%	5229	1%	9037	2%	2805	-13%
2024Q3	24451	-6%	4442	4%	6502	4%	1989	-12%
2024Q4	25109	-5%	4255	10%	6876	4%	2190	-12%
商品房>销售均价(元/平)								
	全国	同比	一线城市	同比	二线城市	同比	三四线城市	同比
2022Q1	9622	-10%	42399	10%	15617	-2%	12962	-2%
2022Q2	10220	-1%	44164	22%	14358	-14%	13320	-3%
2022Q3	10736	7%	41457	11%	16265	9%	13843	5%
2022Q4	10246	7%	40994	13%	17082	16%	13540	0%
2023Q1	10200	6%	39694	-6%	16365	5%	13415	3%
2023Q2	11007	8%	41842	-5%	16704	16%	13533	2%
2023Q3	10272	-4%	40483	-2%	15591	-4%	11695	-16%
2023Q4	10041	-2%	38985	-5%	16613	-3%	12874	-5%
2024Q1	9907	-3%	38633	-3%	16437	0%	12436	-7%
2024Q2	10825	-2%	41438	-1%	16768	0%	12597	-7%
2024Q3	10018	-2%	40528	0%	15874	2%	10776	-8%
2024Q4	9886	-2%	39521	1%	17023	2%	12057	-6%

资料来源：国家统计局，中指院，中银证券

全国商品房 2023 年销售面积除一季度较 2022 年底降幅明显收窄，后三个季度均持续扩大。2024 年销售面积降幅将在一季度收窄，但销售均价会在一季度跌破万元。本轮房地产行业销售下行自 2021 年 5 月开始，虽然政策持续宽松，但房企暴雷、疫情反复、烂尾楼问题的发酵，居民的就业与收入预期相对较差，使得房价下行压力加大、居民购房意愿持续低迷，销售虽边际好转但向上动力始终不足。直到 2023Q1 开始才有了明显的修复，2023Q1 全国商品房销售面积同比降幅收窄至 2%，销售均价同比增长 6%，销售金额同比增长 4%，增速回正，主要是由于核心一二线和强三线城市领涨，既有补偿性需求释放，也有政策利好叠加刺激市场信心修复。但是，持续性较弱，Q2、Q3 销售再度走弱，销售面积同比降幅分别扩大至 9%、12%，前期积压的需求集中释放后，市场整体出现一定疲态，但核心一二线城市的涨势在 Q2 还有一定的持续性，Q3 才开始走弱。虽然近期核心城市需求端政策频繁推出，但政策发挥依然需要过程，房地产市场正处于转型期的调整中，延续脉冲式的修复，我们预计 2023Q4 单季销售面积降幅仍有 15%。近期一线城市出台大力度的购房新政，作为房地产市场的核心战场，其市场表现及政策动向对于整个楼市发展的风向标意义突出，将对整体房地产市场信心的重塑和预期回升具有积极作用，预计将在一季度产生效果，销售降幅开始收窄。我们预计明年 Q1~Q4 销售面积增速分别为 -8%、-7%、-3%、-4%；销售金额增速分别为 -10%、-9%、-6%、-5%；销售均价增速分别为 -3%、-2%、-2%、-2%。

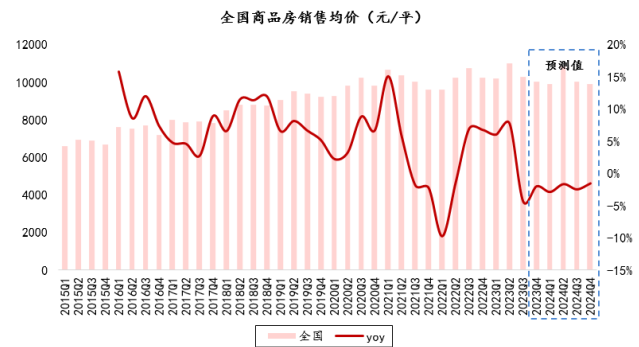


图表 6. 我们预计 2024 年 Q1~Q4 销售面积增速分别为-8%、-7%、-3%、-4%



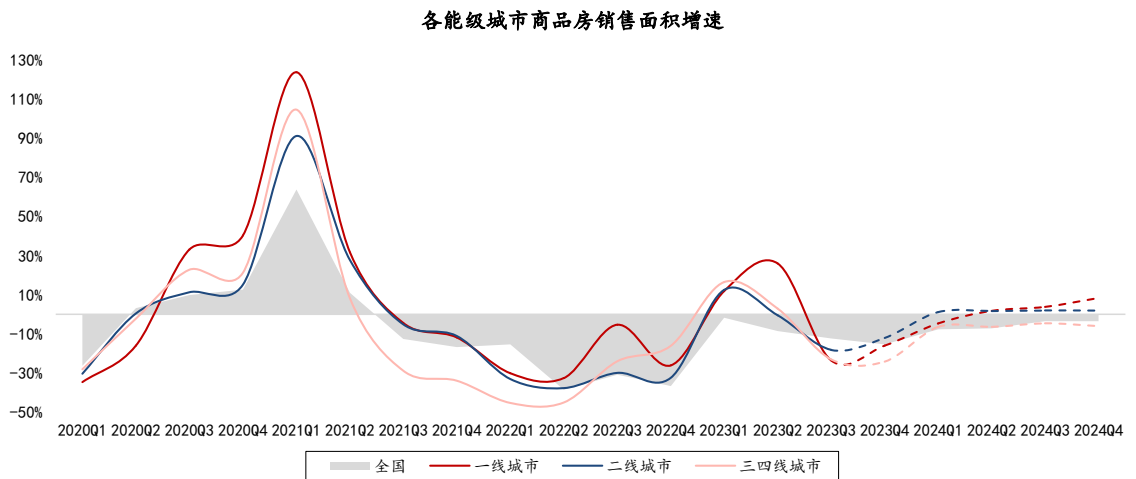
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 7. 我们预计 2024 年 Q1~Q4 销售均价增速分别为-3%、-2%、-2%、-2%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 8. 我们预计一线城市销售面积增速将会在明年 Q2 开始转正；二线城市在明年 Q1 回正；三四线城市同比增速持续负增长



资料来源：中指院，国家统计局，中银证券

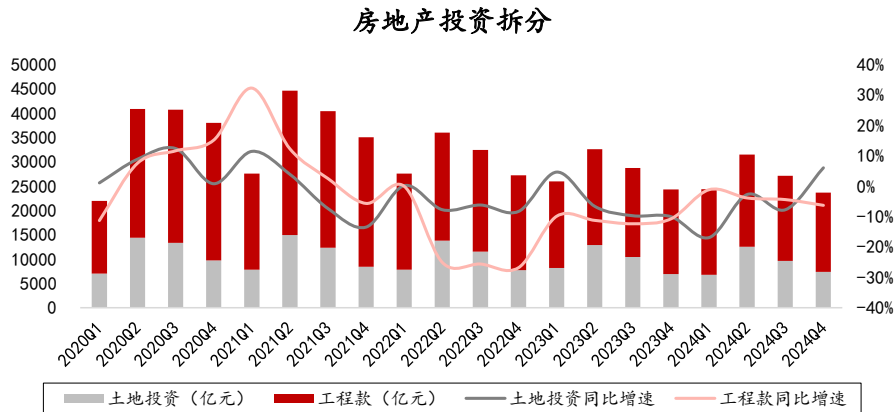
### 1.3 房地产投资与新开工：预计 2024 年投资增速 -5%，新开工面积增速 -11%

我们将房地产开发投资额拆分为土地投资和工程款两部分进行预测。

**土地投资：**我们对未来单季度的土地成交情况进行预测。1) 年底需求端政策和房企融资会议等都在积极进行，我们假设明年政策相对有效，房企拿地积极性有可能在二季度回升，百城土地成交建面同比降幅于二季度逐步收窄，但全年土地成交仍难回正。2) 受到部分核心城市土拍限价取消的影响，预计百城成交楼面均价在今年四季度和明年一季度同比增速转正，明年二季度开始政策边际效果减弱，同比增速小幅下行，但仍保持正增长。3) 我们根据土地成交量价增速来判断未来的土地投资额。我们预计 2023 年土地购置面积较 2022 年同比下降 17%，全年土地投资同比下降 6.4%；2024 年土地购置面积较 2023 年下降 3%，土地投资同比下降 5.6%，降幅有所收窄。

**工程款：**我们通过对施工面积和单位造价预测得到工程款。根据后文对新开工的预测，以及 1.4 中对竣工的预测、给予一定的复工比例，得出施工面积（施工面积=上年年末结存面积\*复工比例+新开工面积+竣工面积），再根据平均造价（2023Q4 增速：-10%，2024 年各季度均同比持平）得出工程款增速。我们预计 2024Q1~Q4 的工程款增速分别为-1%、-4%、-4%、-6%。我们预计 2023 年施工面积较 2022 年同比下降 2%，全年施工建安投资同比增速为-11%，较 2022 年全年 21% 的降幅有所收窄；2024 年施工面积较 2023 年下降 6%，全年施工建安投资同比下降 4%。

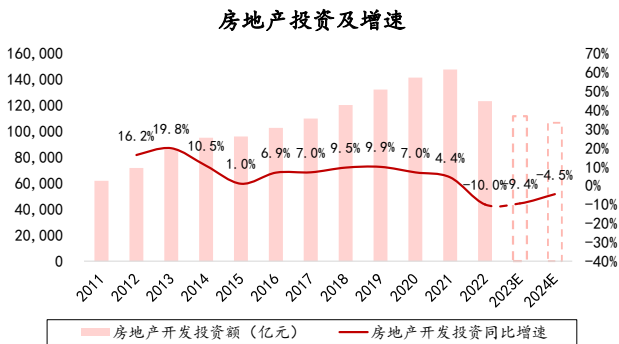
图表 9. 2024Q1~Q4 土地投资额同比增速分别为-17%、-3%、-8%、6%，工程款增速分别为-1%、-4%、-4%、-6%



资料来源：国家统计局，中银证券

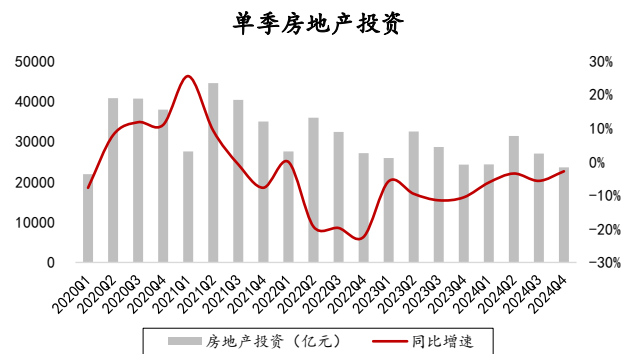
开发投资信心与融资资金短期尚难恢复，投资预计仍将低迷。2023Q3 单季开发投资金额 2.87 万亿元，同比下降 11.5%；1-11 月累计开发投资金额 10.40 万亿元，同比下降 9.4%。Q3 单季降幅、累计降幅仍在扩大，主要是因为一方面，在销售与融资的双重压力下，房企新开工意愿低迷，施工面积持续负增长，建安投资支撑较弱；另一方面，销售持续低迷、前期拿地大幅减少，土地投资减少也对投资造成了拖累。我们预计 2023、2024 年全年房地产投资预计为 11.2、10.7 万亿元，同比增速预计分别为-9%、-5%。

图表 10. 我们预计 2023、2024 年全年房地产投资预计为 11.2、10.7 万亿元，同比增速预计分别为-9%、-5%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 11. 2024Q1~Q4 房地产投资同比增速分别为-6%、-4%、-6%、-3%

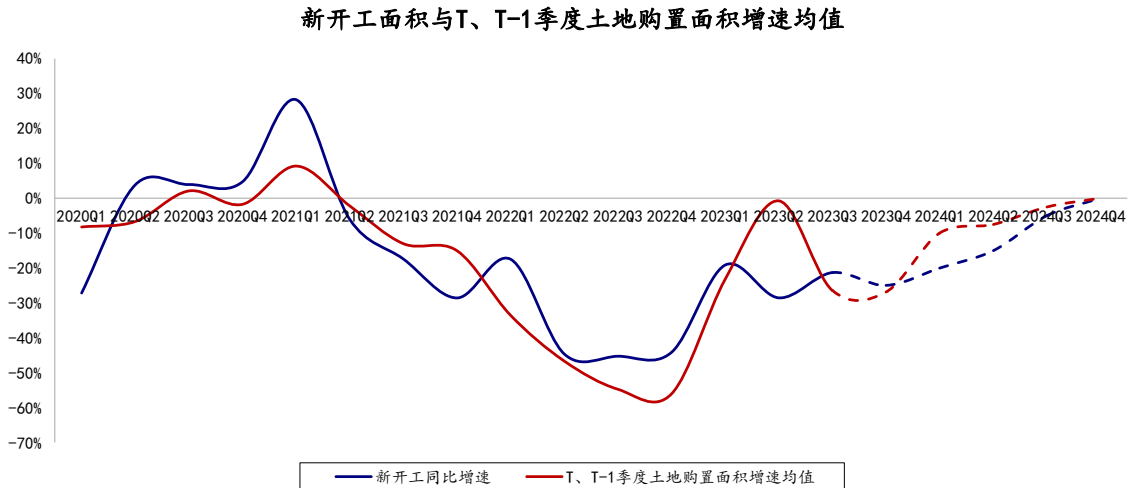


资料来源：国家统计局，中银证券

若我们考虑城中村改造对投资的拉动，2024 年房地产投资增速或有概率回正。根据我们在此前的报告《城中村改造加速推进，超 7 亿平规模为行业注入新动能》中的测算，超大特大城市城中村改造总投资额或达 6.3 万亿元，假设平均到未来 10 年消化，每年的投资额为 6259 亿元，2024 年投资或将达 11.3 万亿元，同比增速为 1.1%。但我们认为，实际城中村改造在前几年较难达到均值，整体投资分布应该是前低后高的。

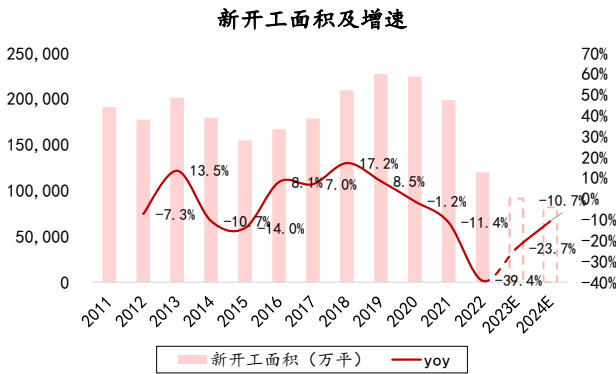
预计 2024 年新开工仍将继续下滑，但降幅收窄。新开工自 2021Q3 开始以来连续 9 个季度呈现双位数负增长。2023Q3 单季新开工面积 2.2 亿平，同比降幅仍然高达 21.3%，在销售不景气、房企融资受限的情况下，前期拿地大幅减少，房企可开工项目减少、新开工意愿持续低迷。由于房企拿地到新开工平均需要 3-6 个月，我们回溯了新开工与土地购置面积的相关性发现，T 季度新开工面积增速与 T 和 T-1 季度的土地购置面积增速均值趋势基本一致。因此，依据对土地成交量的判断，我们预计 2023Q4 新开工面积同比下降 25%，2024Q1~Q4 我们预计新开工面积同比降幅将逐步收窄，同比增速分别为-20%、-15%、-5%、0%。2023、2024 年新开工面积预计分别可达 9.1、8.2 亿平，同比增速预计分别为-24%、-11%，较 2022 年新开工 39%的降幅持续收窄。

图表 12. T 季度新开工面积增速与 T 和 T-1 季度的土地购置面积增速均值趋势基本一致



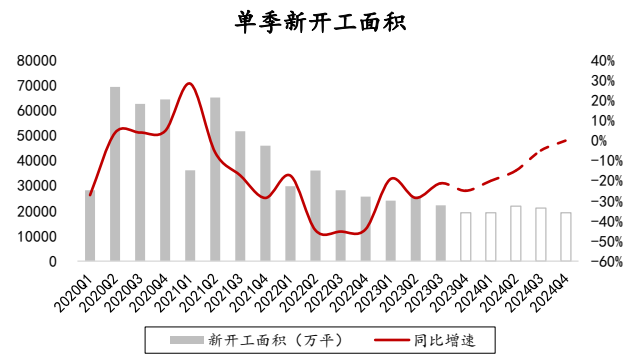
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 13. 2023、2024 年新开工面积预计分别可达 9.1、8.2 亿平，同比增速预计分别为-24%、-11%



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 14. 2024Q1~Q4 我们预计新开工面积同比降幅将逐步收窄，同比增速分别为-20%、-15%、-5%、0%

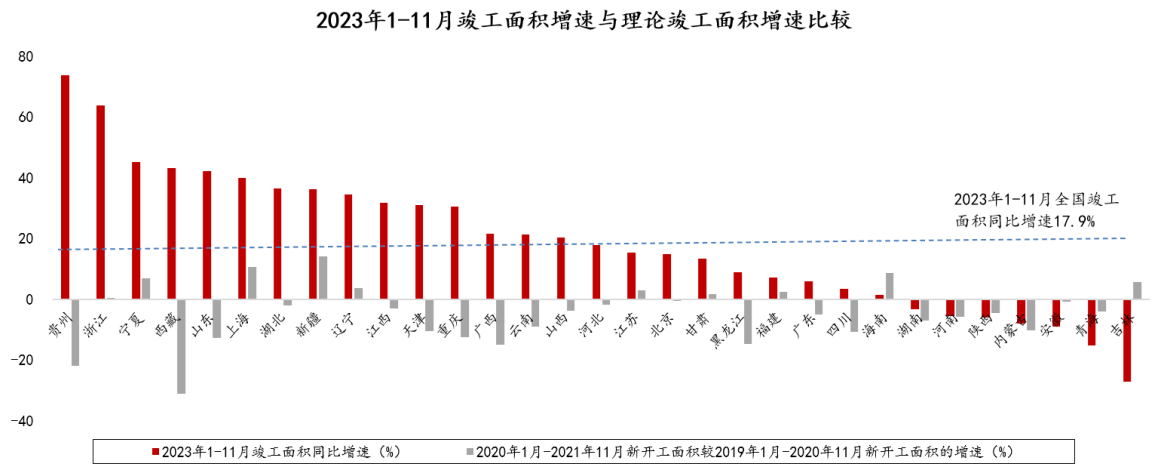


资料来源：国家统计局，中银证券

## 1.4 竣工：预计 2024 年竣工面积增速-24%

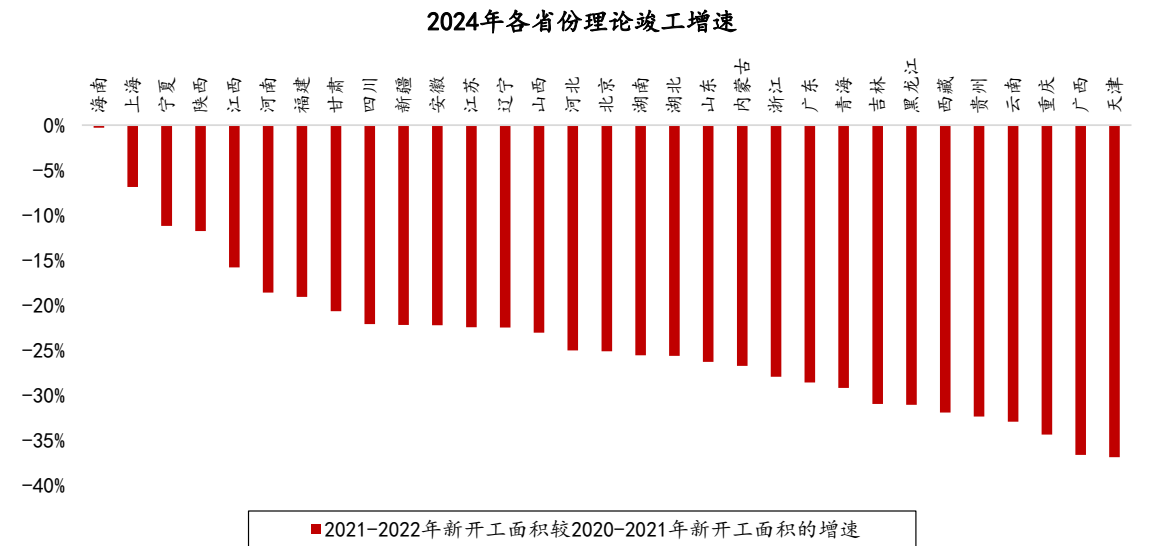
受益于中央与地方“保交付”政策的不断推进，去年的部分工程延期至今年竣工，在去年低基数的基础上，竣工今年以来保持着高速增长，全年预计也能实现双位数增长。2023 年 1-11 月全国竣工面积 6.5 亿平，同比增长 17.9%。不过从结构来看，也有差异。1) 从今年 1-11 月的实际竣工与理论竣工情况来看，74%的省市今年 1-11 月竣工正增长且保交付完成度较高。我们用 2020 年 1 月-2021 年 11 月新开工面积较 2019 年 1 月-2020 年 11 月新开工面积的增速，来作为考量今年 1-11 月理论竣工情况的指标。我们发现，贵州、浙江、宁夏、西藏、山东、上海、湖北、新疆、辽宁、江西、天津、重庆、广西、云南、山西竣工增速高于全国，且远超理论竣工增速，保交付完成度较高。河北、江苏、北京、甘肃、黑龙江、福建、广东、四川虽然竣工增速低于全国，但考虑到新开工推导的理论竣工情况，实际竣工完成度也相对较高。湖南、河南、陕西、内蒙古因 2~3 年前的新开工面积同比增速较低，今年 1-11 月竣工出现负增长。海南、安徽、青海、吉林今年 1-11 月竣工较弱，且理论竣工增速远超实际竣工增速，保交付完成度相对较低。2) 我们用 2021-2022 年新开工面积较 2020-2021 年新开工面积的增速，来作为考量 2024 年理论竣工情况的指标。我们发现，所有省份 2024 年理论竣工面积增速均为负，其中海南、上海、宁夏降幅相对较小。因此 2024 年竣工整体情况应该会有明显下降。

图表 15. 74%的省市今年 1-11 月竣工正增长且保交付完成度较高



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 16. 海南、上海、宁夏 2021-2022 年新开工面积同比降幅相对较小，对 2024 年的竣工相对有支撑，全国均为负增长



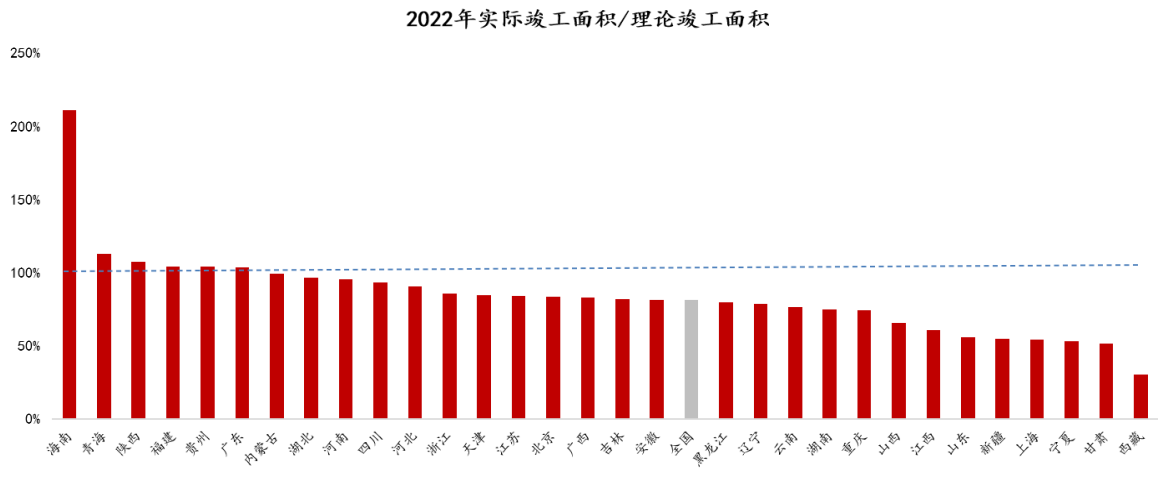
资料来源：国家统计局，中银证券

我们通过结构-整体法预测，预计 2023、2024 年商品房竣工增速分别为+15%、-24%，具体预测方法分为以下五步：

1) 竣工历史完成情况。将每个省份 T-2 和 T-3 的新开工增速均值作为当年该省份的竣工增速，计算 2018-2022 年的理论竣工面积，当实际竣工面积/理论竣工面积小于 1，意味着竣工不达预期。根据我们的计算，81%的省份 2022 年的实际竣工面积不及理论竣工面积。



图表 17. 81%的省份 2022 年的实际竣工面积不及理论竣工面积



资料来源：国家统计局，中银证券

2) 根据历史住宅竣工预期完成度，将所有省份分为 4 类。回溯 2018-2022 年的竣工预期完成度，所有省份均有两年及以上不达预期，我们将所有省份分为以下四类：a) 2 年不达预期，若 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值为正，则 2023、2024 年按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值\*1.3 预测；若为负，则按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值\*0.77 预测。b) 3 年不达预期，若 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值为正，则 2023、2024 按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值\*1.4 预测；若为负，则按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值\*0.71 预测。c) 4 年不达预期，若 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值为正，则 2023、2024 年按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值\*1.5 预测；若为负，则按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值\*0.67 预测。d) 5 年及以上不达预期，若 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值为正，则 2023、2024 年按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值\*1.6 预测；若为负，则按照 T-2 与 T-3 两年的新开工增速均值\*0.63 预测。根据我们的计算，90%的省份 2018-2022 年间有 3-4 年的实际竣工面积不及理论竣工面积。

图表 18. 35%的省份 2018-2022 年间有 4 年的实际竣工面积不及理论竣工面积，55%的省份有 3 年的实际竣工面积不及理论竣工面积

各省份实际竣工面积/理论竣工面积						
		2018	2019	2020	2021	2022
	全国	0.95	0.95	0.84	0.99	0.81
持续五年实际竣工面积不及理论竣工面积	内蒙古	0.89	0.67	0.80	1.00	0.99
	浙江	0.84	0.88	0.88	0.84	0.86
5 年间有 4 年实际竣工面积不及理论竣工面积	吉林	1.24	0.83	0.72	0.70	0.82
	黑龙江	0.92	0.99	1.07	0.64	0.80
	上海	0.91	0.85	1.11	0.88	0.54
	山东	1.24	0.88	0.77	0.97	0.56
	河南	0.90	0.87	0.82	1.17	0.96
	湖北	0.91	0.86	0.93	1.21	0.97
	湖南	1.04	0.84	0.81	0.96	0.75
	广西	1.06	0.82	0.94	0.88	0.83
	海南	0.84	0.97	0.53	0.89	2.11
	四川	1.02	0.74	0.87	0.83	0.93
	新疆	0.89	0.99	0.77	1.52	0.55
	辽宁	1.19	0.88	0.99	1.21	0.79
	5 年间有 3 年实际竣工面积不及理论竣工面积	江苏	0.89	1.00	1.07	0.75
安徽		0.95	1.04	0.79	1.39	0.81
河北		0.70	1.04	0.87	1.00	0.91
江西		1.02	0.94	0.82	1.03	0.61
广东		0.88	1.14	0.69	0.98	1.03
北京		0.99	0.92	1.26	1.37	0.83
天津		1.09	0.87	0.99	1.11	0.85
重庆		0.91	1.24	0.60	1.01	0.74
山西		0.72	2.05	0.53	1.47	0.66
贵州		1.26	0.84	0.68	0.71	1.04
云南		0.75	1.24	0.76	1.08	0.77
西藏		2.08	0.49	0.70	1.18	0.30
陕西		0.60	1.12	0.88	0.83	1.07
甘肃		0.83	0.88	1.28	1.39	0.52
青海		0.65	0.43	1.50	0.86	1.13
宁夏		1.09	0.90	0.90	1.46	0.53
5 年间有 2 年实际竣工面积不及理论竣工面积		福建	1.03	0.75	1.08	0.97

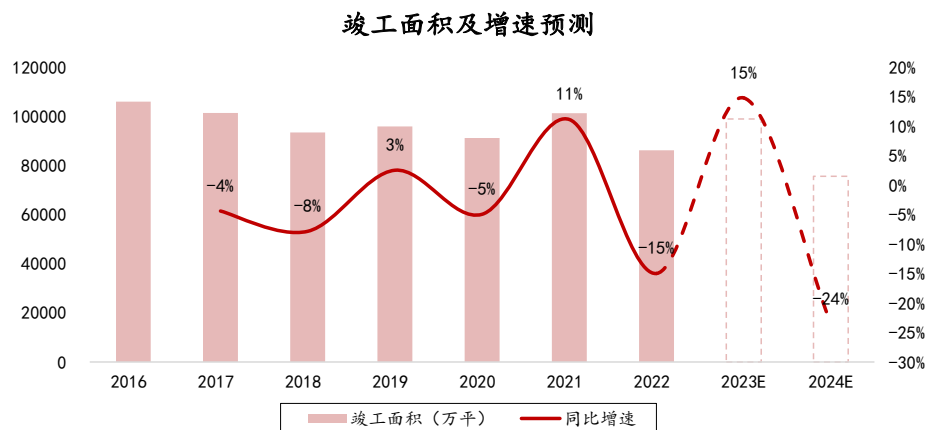
资料来源：国家统计局，中银证券

备注：数值=实际竣工面积/理论竣工面积。依据每个省份 T-2 和 T-3 年的新开工增速均值作为当年该省份的竣工增速，计算得到的理论竣工面积。

3) 依据新开工面积及竣工预期完成度来预测竣工增速及面积。我们预计 2023、2024 年竣工面积分别可达 8.4、7.0 亿平。

4) 叠加考虑 2022 年因疫情和烂尾而延期的竣工规模。我们用同样的方法对 2022 年的竣工数据进行预测，2022 年在 2021 年的竣工小高峰的基础上，理论上的竣工面积增速可达 10.9 亿平，但因 2022 年烂尾楼情况频发，房企资金持续承压、叠加疫情反复，房企主动或被动的停工延期，施工节奏放缓，竣工周期拉长，全年竣工增速为-15.0%（8.62 亿平），即意味着和此前的预测相比，约有 2.3 亿平延期竣工。假设当中有 65% 延到 2023 年竣工，那么 2023 年的商品房竣工面积=依据过去新开工项目推导得到的竣工量+延期竣工量=8.4+2.3\*65%=9.9 亿平。最终我们得到，**2023 年全国商品房竣工面积预计可达 9.9 亿平，同比增速为 15%**。假设当中有 25% 延到 2024 年竣工，那么**2024 年的商品房竣工面积预计可达 7.6 亿平，同比增速为-24%**。

图表 19. 我们预计 2023、2024 年商品房竣工面积同比增速分别为+15%、-24%



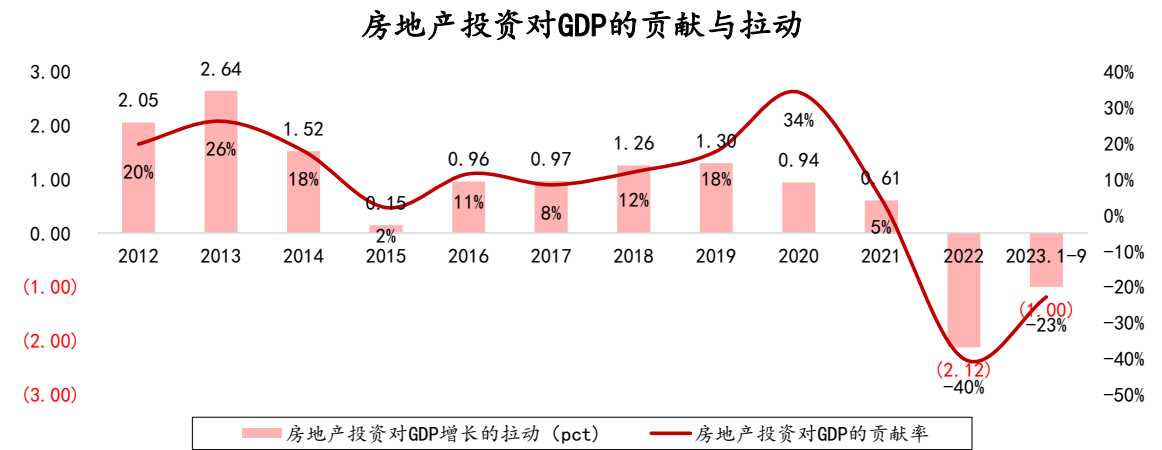
资料来源：国家统计局，中银证券

## 1.5 房地产投资对经济的影响：2024 年对经济拉动预计-0.40~+0.10 个百分点，相较于 2023 年有所改善

房地产开发投资作为固定资产投资的一部分，最终以房地产行业的固定资本形成额的形式计入 GDP。“资本形成总额”是支出法核算 GDP 时的“投资”部分。资本形成总额由固定资本形成额与存货变化构成，其中固定资本形成额主要有基础设施投资、制造业固定资产投资以及房地产固定资产投资组成。根据国家统计局的官方解释，固定资产投资额包括土地购置费、旧建筑物购置费和旧设备购置费；固定资本形成额则不包括这些费用。因此，**房地产行业的固定资本形成总额大体相当于房地产业固定资产投资减去房地产投资中剔除掉“其他费用”的部分**（仅考虑建安投资），土地购置费、旧建筑物购置费、旧设备购置费不形成固定资本，计入房地产投资中的其他费用。2022 年（房地产固定投资-房地产投资其他费用）/资本形成总额的比重约 23%，同比下降了 3 个百分点。“房地产业固定投资”与“房地产开发投资”的区别在于，房地产业固定投资除了房地产开发投资外，还包括建设单位自建房屋、物业管理、中介服务等其他房地产投资，2023 年 1-9 月房地产开发投资/房地产固定投资约 73%。

2022 年以来，**房地产投资对 GDP 是负贡献**。2022 年房地产投资对 GDP 的贡献率（房地产投资增量/GDP 增量）为-40%，房地产投资对 GDP 的拉动（（房地产投资增量/GDP 增量）\*GDP 增速）为-2.12 个百分点；2023 年 1-9 月房地产投资对 GDP 的贡献率为-23%，对 GDP 的拉动为-1.00 个百分点，由于房地产投资持续出现负增长，2022 年开始出现了房地产投资对经济负贡献的情况。根据我们在 1.3 章节中对房地产投资的预测，**我们预计 2023 年房地产投资对 GDP 的拉动为-0.96 个百分点，略有所收敛**。

图表 20. 2022 年房地产投资对 GDP 的贡献率为-40%，对 GDP 的拉动为-2.12 个百分点



资料来源：国家统计局，中银证券

我们预计 2024 年房地产投资对 GDP 增长的拉动预计在-0.40~+0.10 个百分点。

1) 预测 2023、2024 年房地产投资：根据我们在 1.3 中对房地产开发投资的预测，2023、2024 年房地产开发投资预计分别为 11.16、10.66 万亿元。考虑 2024 年城中村改造投资按 10 年分摊后叠加，2024 年投资或达 11.3 万亿元。

2) 计算 2024 年房地产投资对 GDP 的拉动：T 年房地产投资对 GDP 的拉动=T 年房地产投资对 GDP 的贡献率\*T 年 GDP 同比增速= ( (T 年房地产投资-T-1 年房地产投资) / (T 年 GDP-T-1 年 GDP) ) \*T 年 GDP 同比增速，简化后的公式为 (T 年房地产投资-T-1 年房地产投资) /T-1 年 GDP，即 (2024 年房地产投资-2023 年房地产投资) /2023 年 GDP。根据政府工作报告中，2023 年 GDP 增长目标为 5%。我们在不考虑城中村改造、和考虑城中村改造分 10 年分摊的两种情况下，我们预计，2024 年房地产投资对 GDP 的拉动分别在-0.40、+0.10 个百分点，不考虑城中村改造的情况下，预计仍将对经济产生负贡献，考虑城中村改造后，预计将对经济产生正贡献，相比于 2023 年地产对 GDP 的负向拉动 (-0.96 个百分点)，都将有所改善。

图表 21. 我们预计，2024 年房地产投资对 GDP 的拉动在-0.40~+0.10 个百分点

计算 2024 年房地产投资对 GDP 的拉动 (PCT)		
是否考虑城中村改造	不考虑城中村改造	城中村改造分 10 年分摊
2024 年房地产投资对 GDP 的拉动 (PCT)	-0.40	0.10

资料来源：国家统计局，中银证券

## 2 以住宅库存的角度去看当前房地产行业供需关系

### 2.1 近两年需求的走弱比供应减弱更明显，行业供需关系出现了明显的扭转

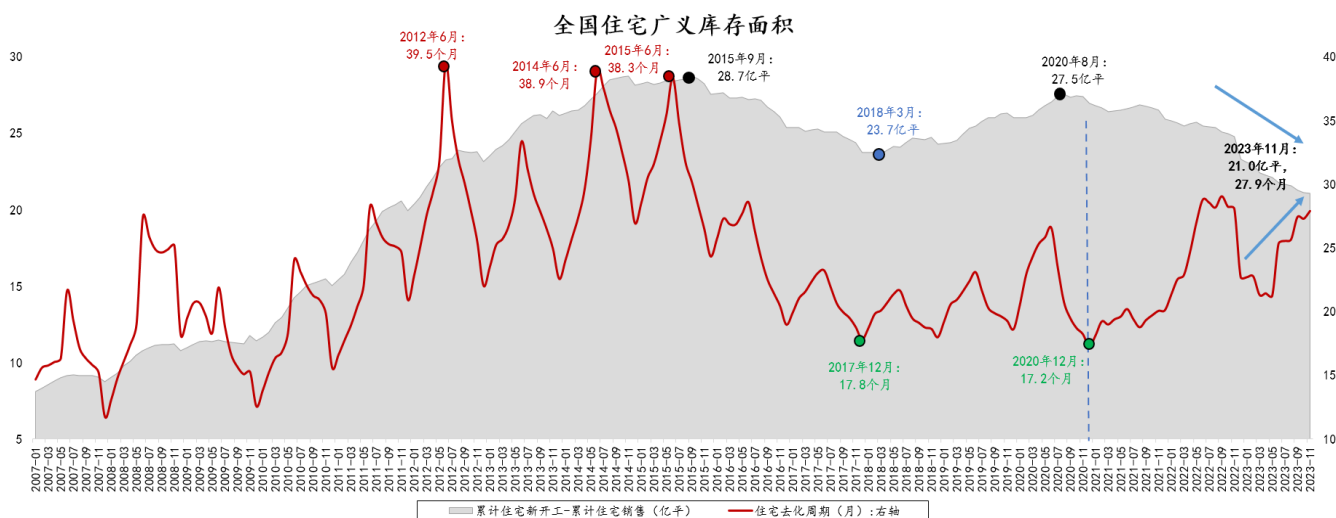
从全国广义库存来看，行业供需关系经过了多轮的调整。

1) 2015年6月-2018年3月，库存面积与去化周期均下行，行业销售快速提振，需求大于供给，库存消化较为明显。2007-2015年库存整体呈上行趋势，广义住宅库存面积在2015年9月达到了28.7亿平的历史峰值水平，去化周期也在2014年6月、2015年6月分别达到了38.9、38.3个月的历史次高水平，整体行业面临较大的去库存压力，这主要是由于2013年以来房地产行业从严调控，2014年销售下行、购房者观望情绪浓厚，房地产库存快速上升。在这样的背景下，2014年7月，全国住房城乡建设工作会议上，住建部长提出“各地可以根据当地实际出台平稳房地产的相关政策，其中库存量较大的地方要千方百计消化商品房待售面积”，地产调控逐渐转为全面放松，这一轮的政策放松以去库存为主导。棚改货币化安置是这一时期重要的去库存手段，于2015年6月首次明确提出。直到2018年3月，全国住宅广义库存面积降至23.7亿平的阶段性底部，去化周期也在2017年12月降至17.8个月。

2) 2018年4月-2020年末，这一阶段行业的需求仍然较高，但补库存的情况也较明显，在2020年8月库存面积又回升到了第二高点，去化周期在低位波动，整体供需关系相对平衡。房企也在这个阶段将“高杠杆、高周转”发挥到极致，销售规模不断创下新高，也为后续的流动性安全埋下了隐患。

3) 由于2020年8月开始的“三条红线”，房企拿地意愿和能力大幅缩减，行业供应缩量，但与此同时销售也进入到动能减弱时期，因此在库存面积下降的同时去化周期大幅增加，说明需求的走弱比供应减弱更明显。行业供需关系出现了明显的扭转。尽管2022年四季度到2023年一季度各地方接连放开限购限贷政策，带来了短期销售修复，导致去化周期下降，但仍然无法改变趋势，二季度开始成交再度走弱，去化周期拐头向上。截至2023年11月末，我国商品住宅广义库存面积（累计住宅新开工-累计住宅销售面积）为21.0亿平，去化周期为27.9个月，库存面积较2020年8月的小高点（27.5亿平）相比下降23.5%，去化周期较2020年12月的低点相比提升了61.7%。本轮周期需求和供给同时下滑，但销售下滑的程度明显更高。前期房地产市场量价的持续走弱、房企融资收缩、房企暴雷风险仍然频发，导致了供给端的大幅收缩，房企拿地、新开工已经超过2年大幅下降，导致新增供应同频下降，库存量虽然不处于历史高位水平，但其中滞重库存占比在提升，这也将继续影响后续销售质量的修复。

图表 22. 截至 2023 年 11 月末，我国商品住宅广义库存面积（累计新开工-累计销售面积）为 21.0 亿平，去化周期为 27.9 个月

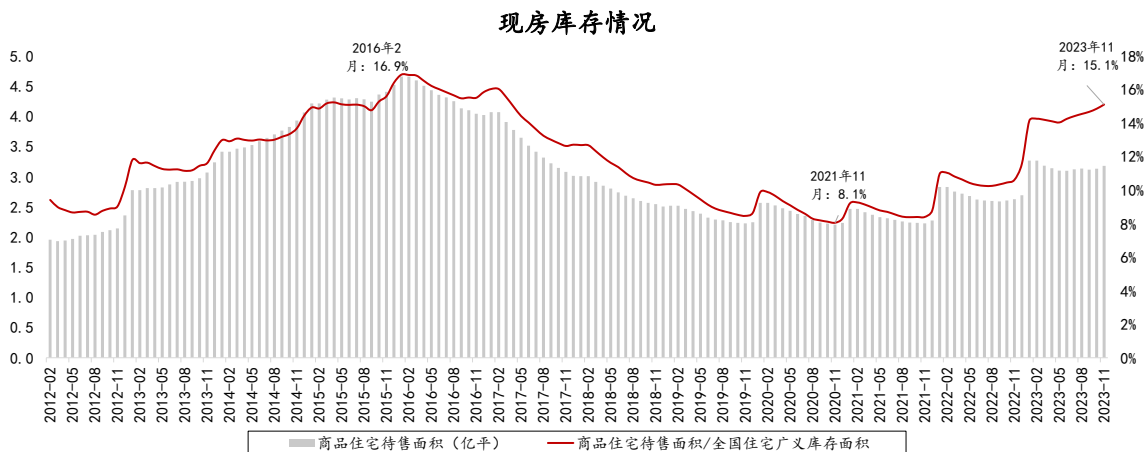


资料来源：国家统计局，中银证券



此外，我国商品住宅现房库存也持续抬升，接近历史最高水平。以商品住宅待售面积（房企已竣工的尚未销售或出租的商品住宅建面）作为现房库存，截至 2023 年 11 月末，我国现房库存面积约 3.2 亿平，占全国住宅广义库存面积的比重为 15.1%，这一占比在 2022 年四季度后出现了明显的抬升，虽然还略低于 2016 年 2 月 16.9% 的峰值水平，但也处于 2015 年四季度到 2017 年一季度的历史较高水平。这里面可能也有一大部分属于滞重库存，长期较难去化。

图表 23. 截至 2023 年 11 月末，我国现房库存面积约 3.2 亿平，占全国住宅广义库存面积的比重为 15.1%，呈明显上升趋势

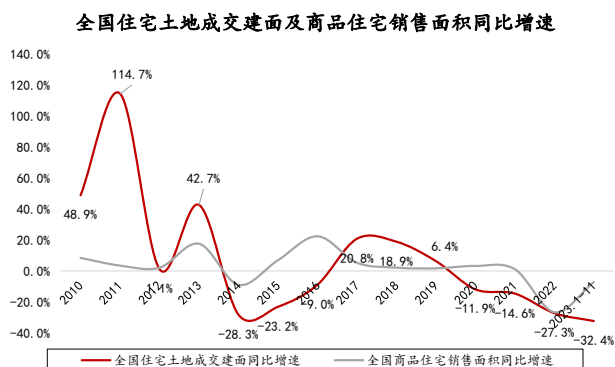


资料来源：国家统计局，中银证券

数据说明：全国住宅广义库存面积=累计住宅新开工面积-累计住宅销售面积

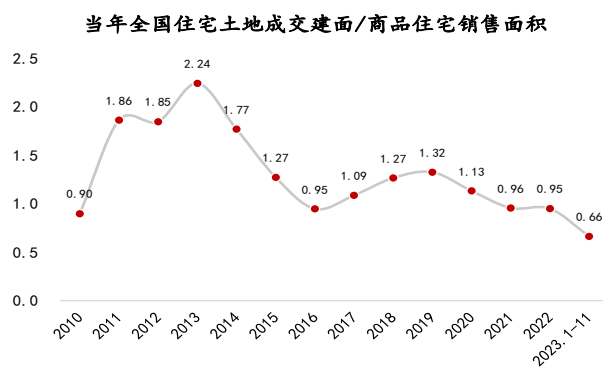
自 2020 年以来土地供应明显缩量，2021-2023 年动态来看，整体供给小于需求。我们用全国住宅类用地土地成交建面/商品住宅销售面积，来反映一个动态供需关系。若明显小于 1，意味着动态供给小于需求，若在 1 的附近，意味着动态供需整体平衡。2020 年以来该指标明显下降，2021 年开始该指标降至 1 以下，2023 年 1-11 月仅 0.66。2020 年-2023 年 1-11 月住宅土地成交建面同比增速持续出现双位数负增长，且降幅不断扩大，2023 年 1-11 月全国住宅土地成交建面仅 5.7 亿平，同比下降 32.4%，住宅供应明显缩量。

图表 24. 2020 年-2023 年 1-11 月住宅土地成交建面同比增速持续出现双位数负增长



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 25. 2023 年 1-11 月全国住宅土地成交建面/商品住宅销售面积仅 0.66

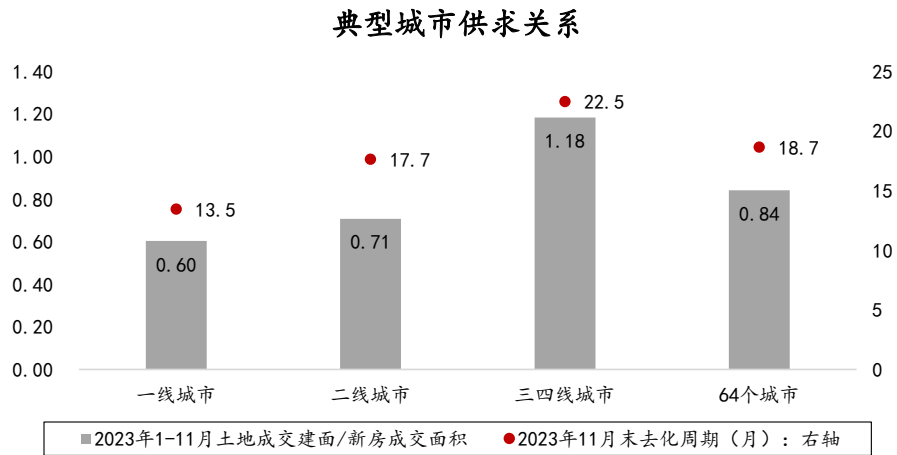


资料来源：国家统计局，万得，中银证券

## 2.2 从结构上看，一线城市去化速度快，新增土地供给小于需求

各城市结构性的供需关系差异较大，一二线城市的住宅库存去化速度相对较快，新增土地供给小于需求。1) 从库存去化周期来看，截至 2023 年 11 月末，我们跟踪的 64 个典型城市可售面积 4.6 亿平，去化周期约 18.7 个月。其中，一、二线城市去化周期分别为 13.5、17.7 个月，去化速度明显更快，而三四线城市长达 22.5 个月。2) 从土地销售比来看，2023 年 1-11 月 64 城住宅类用地土地成交建面/商品住宅销售面积为 0.84，高于同期全国的水平 (0.66)，我们认为，这主要是因为部分更低能级城市的土地市场成交规模下降更为显著 (根据万得数据，1-11 月四五线城市住宅类用地土地成交建面同比下降 34.4%，降幅大于三线城市的 26.1%)。从各城市能级来看，一、二线城市 1-11 月住宅类用地土地成交建面/商品住宅销售面积分别为 0.60、0.71；而三四线城市该比例高达 1.18，供给压力明显较大。

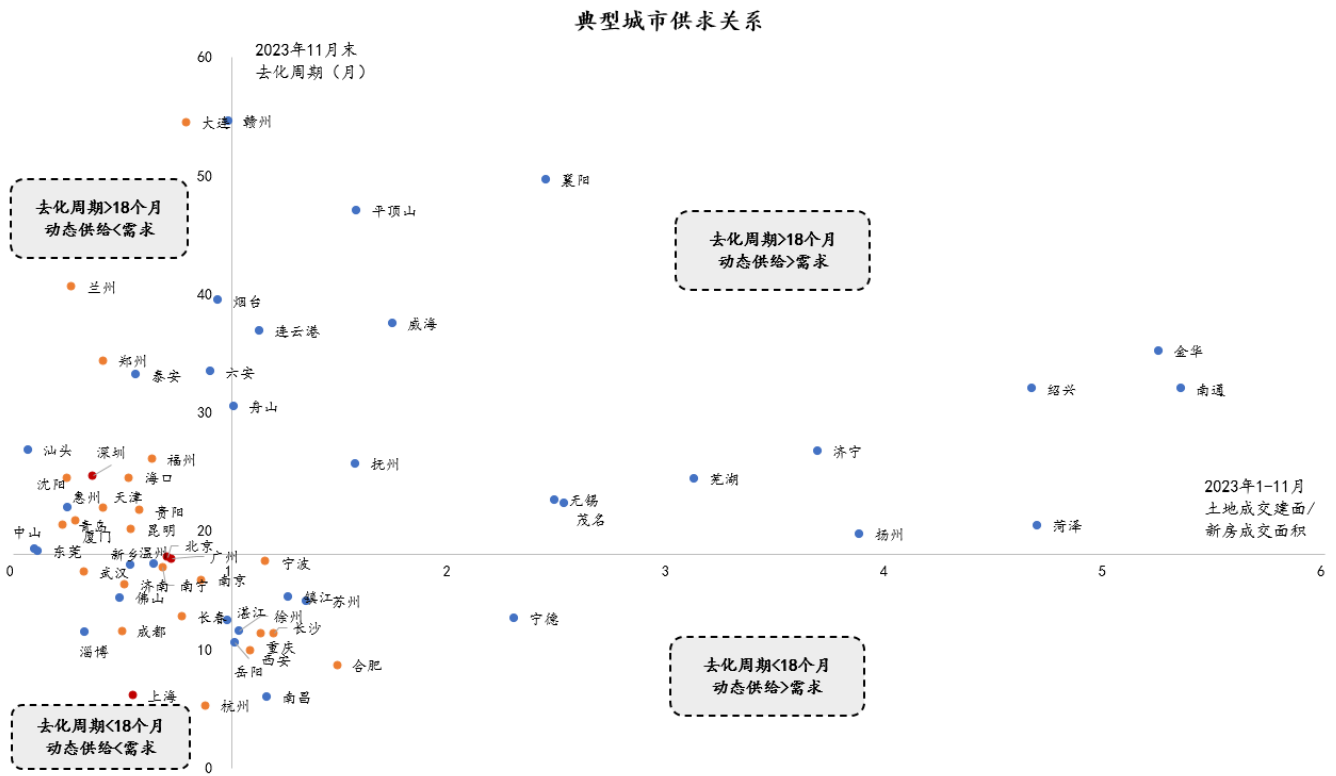
图表 26.一、二、三四线城市 2023 年 1-11 月住宅类用地土地成交建面/商品住宅销售面积分别为 0.60、0.71、1.18；截至 11 月末，一、二、三四线城市去化周期分别为 13.5、17.7、22.5 个月



资料来源：万得，中指院，中银证券

具体来看，今年以来在供需均缩量的背景下，超过一半的城市土地供给小于需求。2023 年 1-11 月我们跟踪的 64 城中，供给小于需求 (住宅类用地土地成交建面/商品住宅销售面积小于 1) 的城市有 36 个，占比 56%；供给明显小于需求 (住宅类用地土地成交建面/商品住宅销售面积小于 0.6) 的城市有 22 个，占比三分之一，包括：上海、深圳、天津、武汉、成都、厦门、沈阳、青岛、济南、郑州、海口、兰州、昆明、贵阳、东莞、佛山、惠州、汕头、中山、泰安、新乡、淄博。截至 2023 年 11 月末，去化周期小于 12 个月的城市有 11 个，占比 17%，分别为：上海、重庆、杭州、成都、西安、长沙、南昌、合肥、徐州、岳阳、淄博。

图表 27. 供给小于需求，且去化周期小于 12 个月的城市相对供求关系健康，涉及到的城市有：上海、杭州、成都、淄博



资料来源：万得，中指院，中银证券

数据说明：红色为一线城市，橙色为二线城市，蓝色为三四线城市。

### 2.3 存量住房品质较差、人口流入较多的高能级城市，未来地产修复动能或更足

我们认为，行业整体的供需关系发生了改变，但结构性的需求缺口仍然存在。未来区域供需关系的演变一定程度上取决于以下方面：

- 1) 存量住宅的品质差异：存量住房品质相对较差的省市，未来的潜在高品质改善性需求或相对更强。最弱的为北京、上海、广东三个省市，其次是海南、浙江与天津。
- 2) 流动人口规模也将使得未来新增住房需求进一步分化。上海、广东、浙江、北京流动人口占总人口的比重均超过 35%。过去高能级城市受限于限购政策，流动人口通常在以上常住地不具备买房资格，在当前限购政策普遍放松的大背景下，核心城市的流动人口购房需求有望得到一定释放，或带来一波新增购房需求。

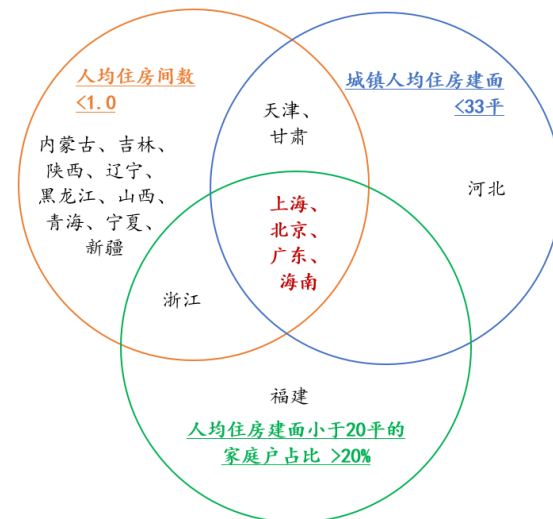
图表 28. 综合来看，上海、广东、北京、浙江未来或存在较大的潜在新增需求

存量住宅住房品质指标	涉及省市
人均住房间数<1.0	上海、北京、广东、海南、浙江、天津、甘肃、内蒙古、吉林、陕西、辽宁、黑龙江、山西、青海、宁夏、新疆
城镇人均住房建面 <33 平	上海、北京、广东、海南、天津、河北、甘肃
人均住房建面小于 20 平的家庭户占比 >20%	上海、北京、广东、海南、浙江、福建
住宅房龄：2000 年前建成的户数占比 >35%	上海、北京、天津、辽宁、广东、浙江
一居室占比 >20	广东、上海、浙江、北京、西藏、海南、福建
流动人口规模	涉及省市
流动人口占总人口的比重 >35%	上海、广东、浙江、北京、内蒙古

资料来源：国家统计局，中银证券

从户均数量与人均住宅建面来看，北京、上海、广东、海南明显不足。根据七普数据，截至 2020 年末，我国居住在普通住宅中的城镇家庭户有 2.92 亿户，占整体城镇家庭户数量的比重为 94%，某种程度上可以认为，当下我国城镇居民已经不缺住宅。截至 2020 年末，我国城镇人均住房间数为 1.0 间，我国住房总体基本供求平衡。从各区域情况来看，上海人均住房间数最少，仅 0.79 间，北京、天津、广东、海南、内蒙古、吉林在 0.8-0.9 间，陕西、辽宁、黑龙江、浙江、山西、甘肃、青海、宁夏、新疆在 0.9-1.0 间。从人均住房面积来看，根据七普数据，截至 2020 年末，我国城镇人均住房建面积为 36.7 平；根据国家统计局数据，2021 年城镇人均住房建面积为 41.0 平。从各区域情况来看，根据七普数据，截至 2020 年末，广东（28.0 平）、上海（29.5 平）、北京（31.9 平）、海南（31.2 平）城镇人均住房建面相对较低。广东、上海、北京、海南、浙江和福建，2020 年的人均住房面积低于 20 平的家庭户超过 20%。综合来看，上海、北京、广东和海南人均住房间数小于 1，城镇人均住房建面低于 33 平，且人均住房建面小于 20 平的家庭户占比大于 20%，**整个存量住宅的面积相对不足，未来或有更多潜在的改善性需求**。以上均为人口净流入较大，过去房价上涨较快的省市。同时，我们还看到部分西部、东北地区人均住房间数相对较少，或许是因为商品房建设发展时期相对较晚；青海、内蒙古等游牧民族汇聚的省份，居住在住宅的人口本身相对较少，人均住房间数也相对较低。

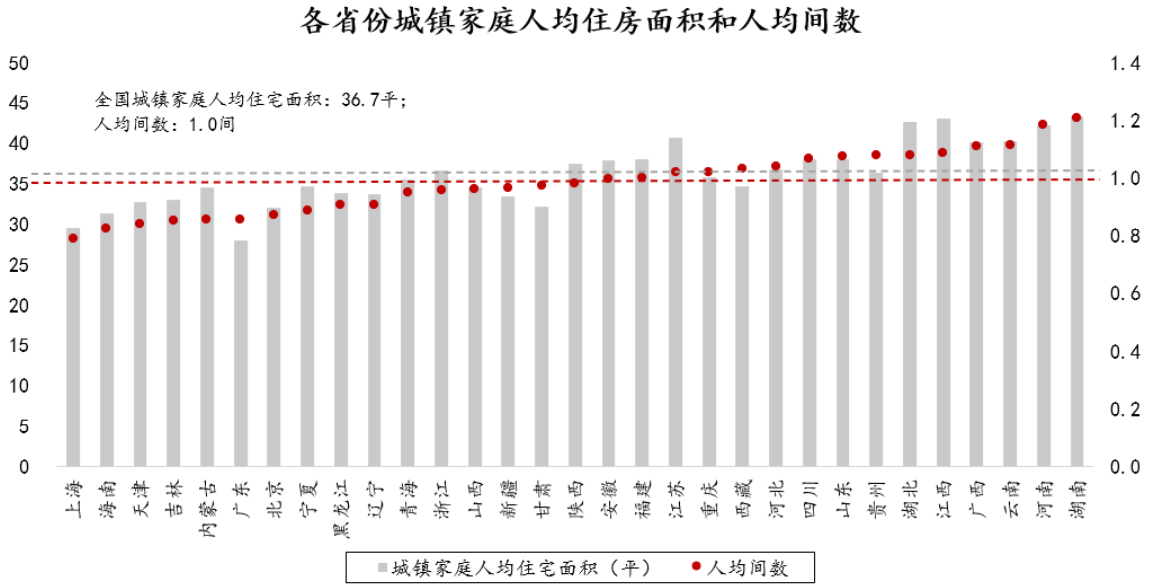
图表 29. 上海、北京、广东和海南人均住房间数、人均住房建面相对较少



资料来源：国家统计局，中银证券

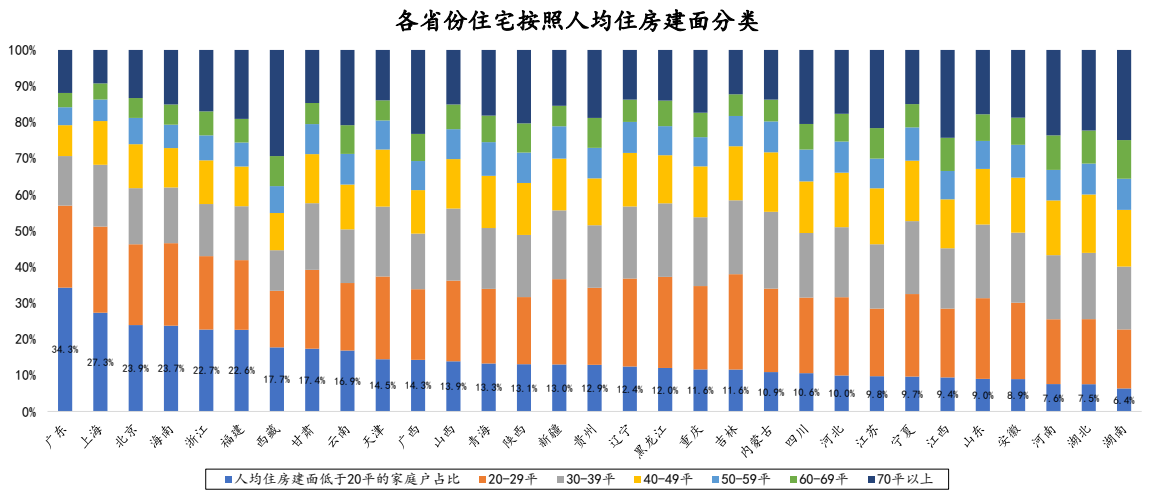


图表 30. 2020 年末，上海、北京、天津、广东、海南、内蒙古、吉林城镇人均住房间数相对较少；广东、上海、北京、海南城镇人均住房建面相对较低



资料来源：国家统计局，中银证券

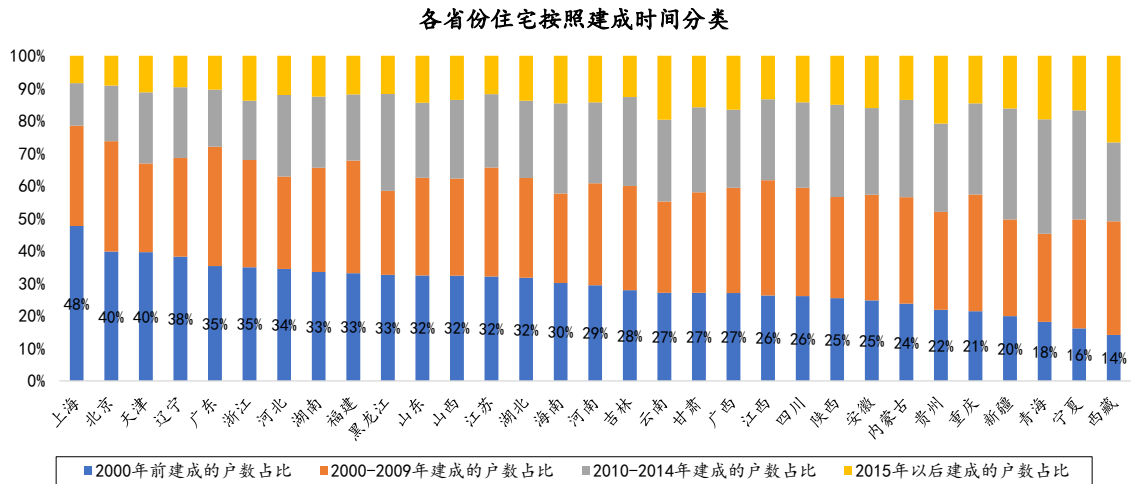
图表 31. 广东、上海、北京、海南、浙江和福建，2020 年末人均住房面积低于 20 平的家庭户超过 20%



资料来源：国家统计局，中银证券

从住宅房龄来看，根据七普数据，截至 2020 年，全国 2000 年以前建造的住宅比例为 31%，部分省市超过三分之一。上海近五成（48%）住宅都是 2000 年以前建造，北京和天津在 2000 年以前建造的住宅比例也达 4 成。而位于中西部地区的省份普遍房龄相对较新，主要是因为房地产市场发展的时间相对较晚，2000 年以后才进入大规模商品房建设时期。

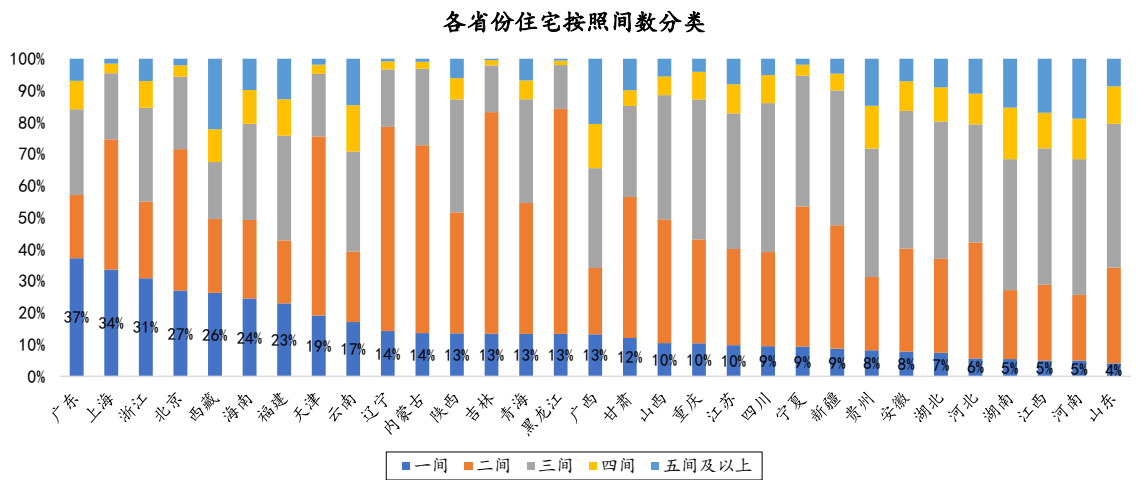
图表 32. 上海近五成（48%）住宅都是 2000 年以前建造，北京和天津在 2000 年以前建造的住宅比例也达 4 成



资料来源：国家统计局，中银证券

从住宅户型分布来看，上海、广东、浙江等省市城镇住宅户型普遍偏小，一居室占比超 30%。这类省市土地资源紧张、房价相对较高。相反，中西部等房价相对低的地区，三四居室比例较高。

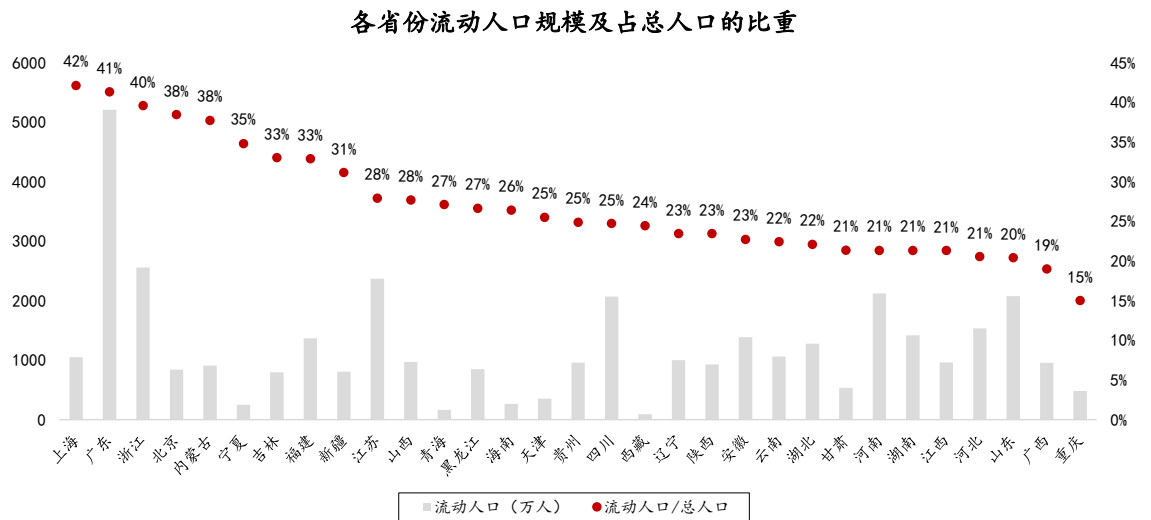
图表 33. 上海、广东、浙江和北京等省市城镇住宅户型普遍偏小



资料来源：国家统计局，中银证券

从流动人口规模来看，未来新增住房需求也将持续分化。过去住房需求的提振很大程度上受到城镇化率提升的影响，目前我国的城镇化率提升速率明显放缓，人口间的流动不再主要是从农村到城市，而是城市间的人口流动。全国流动人口（指人户分离人口中不包括市辖区内人户分离的人口）从第六次人口普查的 2.21 亿人（2010 年）急剧增加到第七次人口普查 2020 年的 3.76 亿人，增加了约 70%，流动人口占全国总人口的 26.7%。人口流动到大城市，需要住房，因此需要解决住房问题，近两年城镇化率提升速度放缓，对应的购房增量也减少，但其实除了农村到城市的人口流动外，还有城市间的人口流动并没有计算在内。从流动人口来看，广东流动人口数量超过 5000 万，浙江、江苏、四川、河南、山东也都超过 2000 万，上海、广东、浙江、北京流动人口占总人口的比重分别高达 42%、41%、40%、38%。过去高能级城市受限于限购政策，流动人口通常在常住地不具备买房资格，在当前限购政策普遍放松的大背景下，核心城市的流动人口购房需求有望得到一定释放，尤其是广东、浙江等省份或带来一波新增购房需求。

图表 34. 截至 2020 年末，上海、广东、浙江、北京流动人口占总人口的比重分别高达 42%、41%、40%、38%



资料来源：国家统计局，中银证券

## 2.4 京沪需求端政策有效性强于其他城市，预计此次新政效果至少会延续至明年 2 月

基于上文的分析，存量住房供需错配、流动人口规模大的省市为上海、北京、广东、浙江，我们以其中代表性的四个一线城市以及杭州作为政策有效性的探讨对象。我们认为，基于以上城市基本面更好、政策多年未调整过等因素，预期政策有效性以及持续时间都将强于其余二线城市或更低能级的城市，也更能刺激潜在需求的释放。但中长期看，居民对收入和房价预期的扭转才能使宽松政策起到更好的叠加效用。

我们从一线城市以及杭州政策后市场表现来看，可以看到：

**1) 政策敏感度：北京、上海>杭州>广>深**，从 9 月“认房不认贷”执行第一个月的市场数据可以看出，北京、上海在只有单一政策调整的情况下，新房与二手房成交均显著改善；广州在“认房不认贷”的基础上，叠加了首付比例下调、房贷利率下限下调、局部限购放松才使得市场出现回暖；杭州也是在叠加了房贷利率下限下调的情况下，市场才有所改善；深圳新房与二手房成交与 8 月相比基本持平。

**2) 首付比例下调和限购放松对于市场带动效果更强，其中限购政策放松的效果持续时间或更长。**广州作为目前一线城市中唯一限购区域有所松动的城市，9 月 20 日局部限购放松后，9-12 月新房成交均好于 7-8 月，已经持续了 4 个月。对比广州与深圳 9 月的市场数据，政策的区别在于广州进一步调整了首付比例和限购范围，广州新房市场自 9 月开始明显改善，而深圳市场未见起色。深圳自 11 月 22 日、北上自 12 月 14 日首付比例下调后，北京和上海的新房市场、上海和深圳的二手房市场出现了回暖。从杭州政策变化后市场的走势我们也可以看出首付比例下调和限购放松对于市场带动效果更强。10 月 16 日“杭六条”发布，非主城区限购放开，首付比例下调，杭州调整后 1 个月的新房日均成交套数较调整前 1 个月提升了 43%，二手房日均成交套数提升了 107%。而此前 9 月先后出台的“认房不认贷”、房贷利率下限的调整都没有带来明显的市场提振效果。

图表 35. 一线城市 9 月以来的政策后市场表现

	新房成交套数 (日均值)				二手房成交套数 (日均值)			
	北京	上海	广州	深圳	北京	上海	广州	深圳
7月	172	433	135	96	313	454	270	70
8月	133	338	128	71	354	483	263	79
9月	196★	371★	210★	69★	475★	582★	276★	81★
10月	167	275	212	86	344	487	312	90
11月	147	343	150	92★	418	531	328	107★
12月 (截至23号)	163★★	355★★	188	64	372★★	567★★		105

数据说明：红色底色为超过8月的数值，绿色底色为低于8月的数值。

★ 认房不认贷    ★ 普宅认定标准优化  
 ★ 首付比例下调    ★ 限购放松  
 ★ 房贷利率下限下调

资料来源：北京市住房和城乡建设委员会，上海市房屋管理局，广州市国土资源和房屋管理局，广州市房地产中介协会，深圳市国土资源和房产管理局，网上房地产，中银证券

备注：其中广州二手房数据为根据月度数据计算的日均值，故12月数据暂未披露。

说明：其中北京普宅认定标准于2023年12月14日出台，自2024年1月1日执行。

图表 36. 杭州政策后市场表现

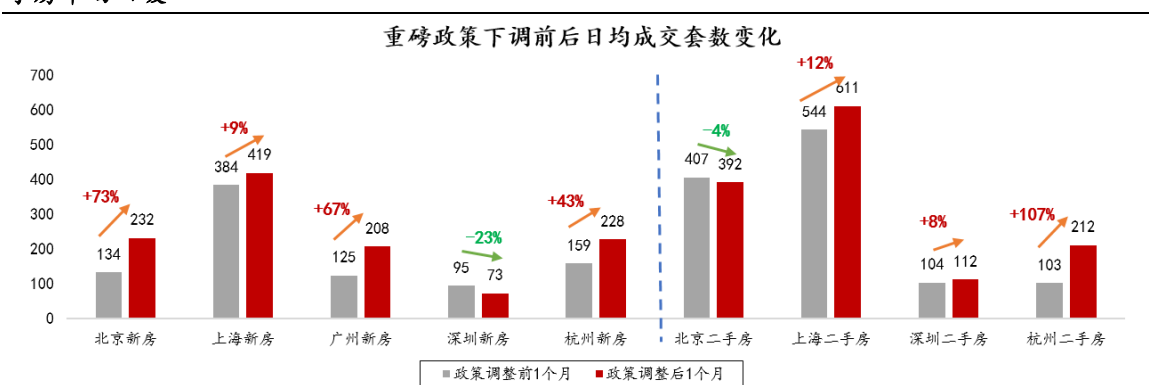
	杭州新房成交套数日均值	杭州二手房成交套数日均值
1月	191	40
2月	174	132
3月	206	187
4月★	176	133
5月	158	96
6月	172	79
7月	110	70
8月★	167	117
9月★	204	111
10月★	186	158
11月	180	179
12月 (至23号)	207	124

数据说明：红色底色为超过7月的数值，绿色底色为低于7月的数值。

★ 认房不认贷    ★ 限购放松  
 ★ 首付比例下调  
 ★ 房贷利率下限下调

资料来源：杭州房管局，中银证券

图表 37. 在出台大力度放松政策后，北京、上海、广州、杭州新房市场回暖；上海、深圳、杭州二手房市场回暖



资料来源：北京市住房和城乡建设委员会，上海市房屋管理局，广州市国土资源和房屋管理局，深圳市国土资源和房产管理局，网上房地产，中银证券

数据说明：北京、上海为12月14日（首付比例下限下调、房贷利率下限下调、普宅认定标准优化）前后变化。广州为9月8日（首付比例下限下调、房贷利率下限下调）前后变化。深圳为11月22日（首付比例下限下调、普宅认定标准优化）前后变化。杭州为10月16日（“杭六条”：首付比例下限下调、非主城区限购放松）前后变化。其中北京、上海政策暂未执行1个月，按照截至到目前的日均成交量来统计。政策调整前一个月为政策调整日起往前30天数据，政策调整后一个月为政策调整日起往后30天数据。



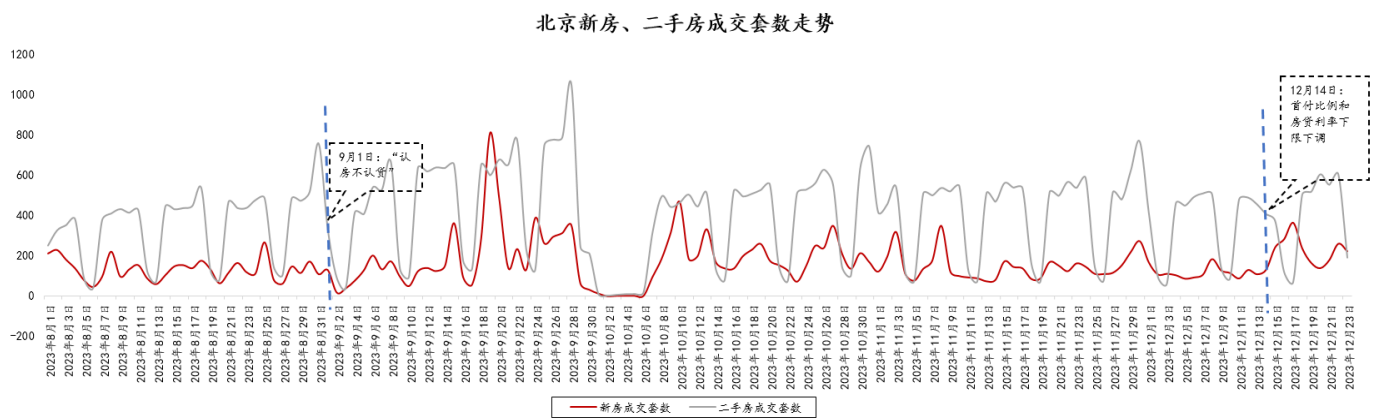
图表 38. 首付比例下调和限购放松对于高能级城市的效果更强

认房不认贷										
	北京 (9月1日)		上海 (9月1日)		深圳 (8月31日)		广州 (8月31日)		杭州 (9月5日)	
	新房	二手房	新房	二手房	新房	二手房	新房	二手房	新房	二手房
政策调整前 1 个月	133	354	338	483	71	79	128	175	175	114
政策调整后 1 个月	196	475	371	582	69	81	210	186	186	101
变化幅度	48%	34%	10%	20%	-2%	3%	65%	6%	6%	-11%
房贷利率下限下调										
	北京 (12月14日)		上海 (12月14日)		深圳 (9月28日)		广州 (9月8日)		杭州 (9月25日)	
	新房	二手房	新房	二手房	新房	二手房	新房	二手房	新房	二手房
政策调整前 1 个月	134	407	384	544	66	88	125	210	210	112
政策调整后 1 个月	232	392	419	611	89	83	208	158	158	125
变化幅度	73%	-4%	9%	12%	35%	-6%	67%	-25%	67%	11%
首付比例下调										
	北京 (12月14日)		上海 (12月14日)		深圳 (11月22日)		广州 (9月8日)		杭州 (10月16日)	
	新房	二手房	新房	二手房	新房	二手房	新房	二手房	新房	二手房
政策调整前 1 个月	134	407	384	544	95	104	125	159	159	103
政策调整后 1 个月	232	392	419	611	73	112	208	228	228	212
变化幅度	73%	-4%	9%	12%	-23%	8%	67%	43%	43%	107%
限购放松										
	北京		上海		深圳		广州 (9月20日)		杭州 (10月16日)	
	新房	二手房	新房	二手房	新房	二手房	新房	二手房	新房	二手房
政策调整前 1 个月	未调整						131	159	159	103
政策调整后 1 个月	未调整						247	228	228	212
变化幅度	未调整						89%	43%	43%	107%

资料来源：北京市住房和城乡建设委员会，上海市房屋管理局，广州市国土资源和房屋管理局，深圳市国土资源和房产管理局，杭州房管局，网上房地产，中银证券

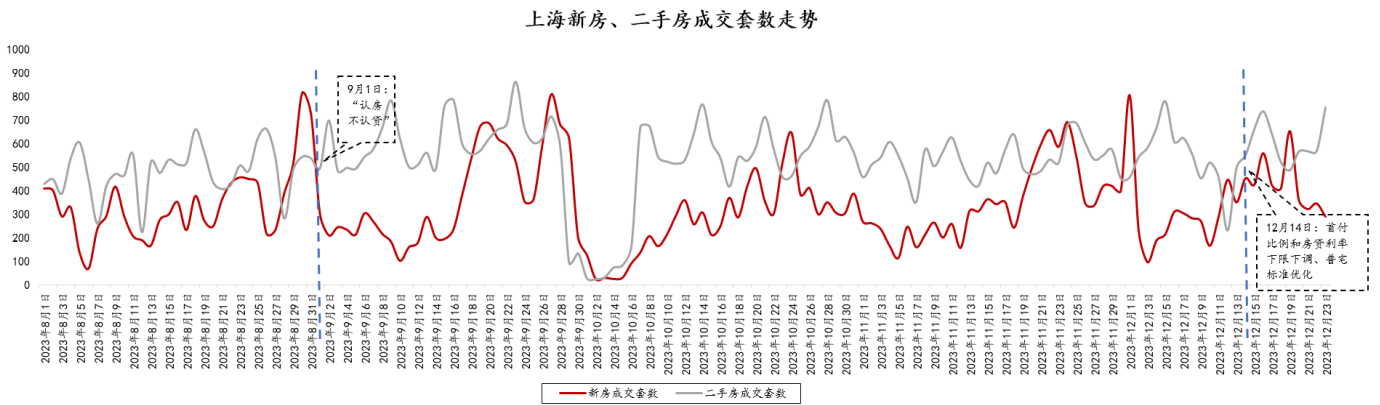
3) 从政策效果的持续性来看，一线城市政策有效性普遍持续一个月左右。9月1日“认房不认贷”后，北京新房市场热度回升，且持续至9月20日，二手房市场持续至9月末，二手房持续性高于新房。9月1日“认房不认贷”后，上海市场热度回升，持续至9月末左右，二手房波动明显小于新房。深圳“认房不认贷”政策效果平平，9月28日房贷利率下限下调后，新房市场明显回暖，持续至11月10日左右；11月22日首付比例下调、普宅认定标准优化后，二手房市场小幅回暖，持续至今，已经有一个月的时间。广州在8月31日、9月8日、9月20日密集出台优化政策后，新房市场热度明显回升，持续至9月末。杭州10月16日非主城区限购放松、首付比例下调后，市场回暖，持续至11月初，二手房持续性略好于新房。我们认为，此次12月14日的京沪政策由于是时隔6年以上未调整过，所以效果应该相对显著，预期政策对市场的带动作用将好于深圳，持续时间也将较深圳相比更久一些，叠加北京普宅标准从明年1月开始执行，也会带来一波置换需求。所以我们预计这次的政策效果至少会延续至明年2月，3月是否会有“小阳春”还需观察明年的经济修复情况。

图表 39. “认房不认贷”后，北京新房市场热度回升，且持续至9月20日，二手房市场持续至9月末，二手房持续性高于新房



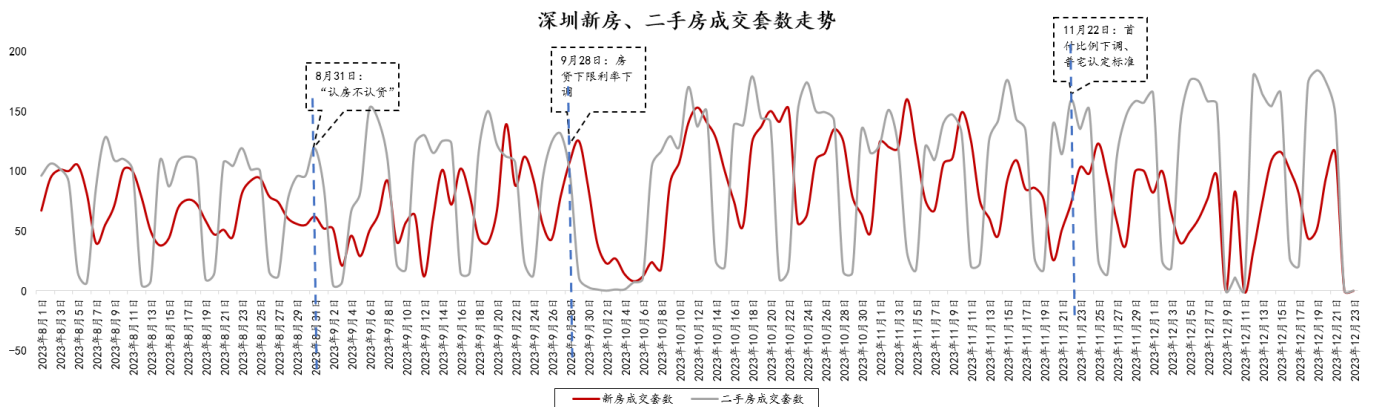
资料来源：北京市住房和城乡建设委员会，中银证券

图40. “认房不认贷”后，上海市场热度回升，持续至9月末左右，二手房波动明显小于新房



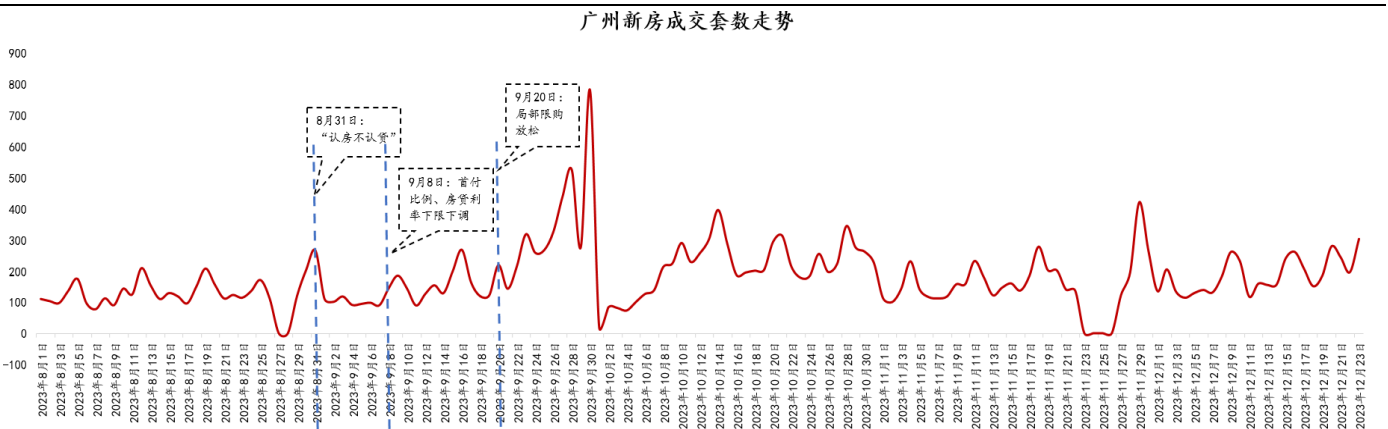
资料来源：上海市房屋管理局，网上房地产，中银证券

图41. 深圳9月28日房贷利率下限下调后，新房市场明显回暖，持续至11月10日左右；11月22日首付比例下调、普宅认定标准优化后，二手房市场小幅回暖，持续至今



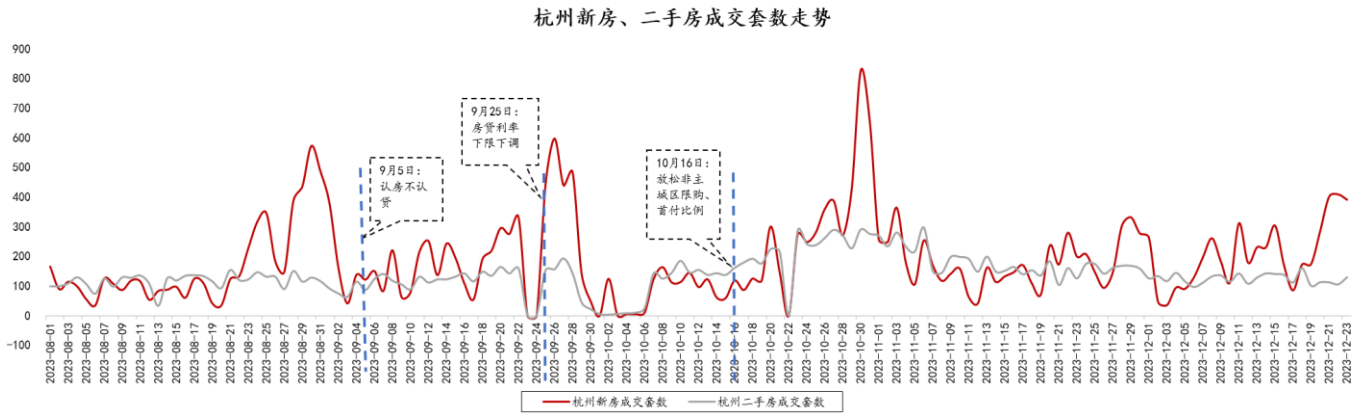
资料来源：深圳市国土资源和房产管理局，中银证券

图42. 广州在8月31日、9月8日、9月20日密集出台优化政策后，新房市场热度明显回升，持续至9月末



资料来源：广州市国土资源和房屋管理局，中银证券

图表 43. 杭州 10 月 16 日非主城区限购放松、首付比例下调后，市场回暖，持续至 11 月初，二手房持续性略好于新房



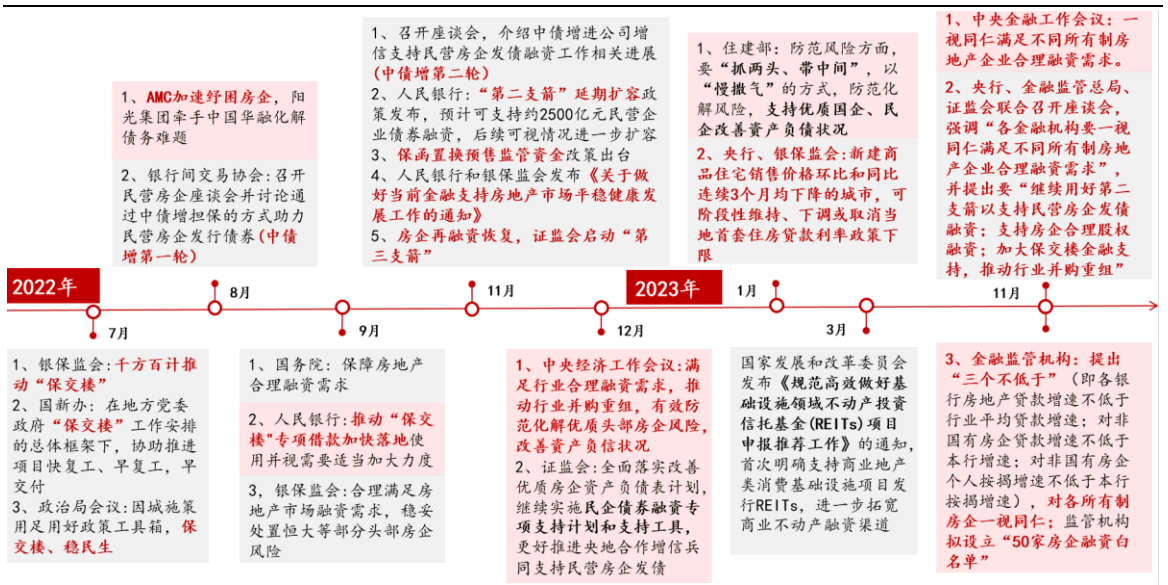
资料来源：杭州房管局，中银证券

## 3 融资：“三支箭”效果不及预期，受益房企有限、融资规模仍处低位、违约仍在出现

### 3.1 时隔1年，“三支箭”实施效果不达预期

继 2022 年 11 月房地产“三支箭”相继落地后，房企融资渠道拓宽，形成了信贷、债券、股权融资等多维度的房企融资端支持政策体系，但从政策效果来看，整体“三支箭”落地效果不及预期，主要体现在：1) 受益房企有限；2) 融资规模仍处低位；3) 违约仍然不断出现。2023 年上半年融资端政策发布频率和力度均有所放缓，不过 11 月央行、金融监管总局、证监会联合召开金融机构座谈会，会议再度强调“各金融机构要一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”，并提出要“继续用好第二支箭以支持民营房企”，近期又重提“一视同仁各种不同所有制房企的融资需求”。

图表 44. 继 2022 年 11 月房地产“三支箭”相继落地后，房企融资相关会议频繁



资料来源: 国新办, 银保监会, 国务院, 央行, 证监会, 住建部, 中银证券

本章节梳理了一年以来央行“三支箭”的政策效果。1) 银行贷款: 政策难改地产贷款占比下降趋势, 整体余额增速仍在下行, 同时银行涉房不良贷款率仍在上升。2) 国内债券: 债券发行量与净融资短期内止跌回升, 之后出现分化, 民营和混合所有制房企融资仍面临较大困难, 同时债券违约率仍然较高。3) 非标信托: 发行规模持续压降, 融资主体质量提升带动融资成本整体下行。4) 股权融资: 进度相对更加缓慢, 筹集资金体量有限, “三支箭”对于企业股权融资的帮助有限。5) REITs: 为房企提供了新的融资渠道, 但目前由房企发起的相对较少。从企业性质来看, “三支箭”对央国企及优质民营房企支持效果明显, 但对于融资真正困难的民营房企作用十分有限, 这些企业的新增融资仍然压力很大。此外, 市场销售后续乏力。融资困难叠加销售回款不力, 未来仍有房企可能会发生债务违约, 可能会进一步打击脆弱的市场信心。

房地产行业融资规模处于低位, 在全行业的融资占比相对较低。1) 银行贷款: 截至 2023 年三季度末, 房地产开发贷款余额为 13.2 万亿元, 占人民币各项贷款余额的比重为 5.6%。2) 债券: 截至 2023 年 11 月末, 房地产行业国内债券余额 1.63 万亿元, 占全行业国内债券余额的比重为 3.5%; 海外债券余额 1.01 万亿元, 占全行业的比重为 12.1%。3) 非标信托: 截至 2023 年二季度末, 投向房地产的信托资金余额为 1.05 万亿元, 占全行业信托资金余额的比重为 6.7%。4) 上下游占款: 2023 年三季度末, 申万房地产板块应付票据余额 1.29 万亿元; 预收账款(包括合同负债)为 2.71 万亿元。5) 房地产行业股权融资放开后, 2022 年 11 月-2023 年 11 月房企港股已落地的配股和供股募集资金为 283 亿元, 占同期港股配股和供股募集资金总额的 27.2%; A 股已落地的定增募集资金为 293 亿元, 占 A 股股权融资总额的比重为 2.1%。6) 由房企发行的公募 REITs 仅两只(博时蛇口产园 REIT、华夏基金华润有巢 REIT), 发行规模合计 32.9 亿元, 占公募 REITs 发行总规模的 3.4%。

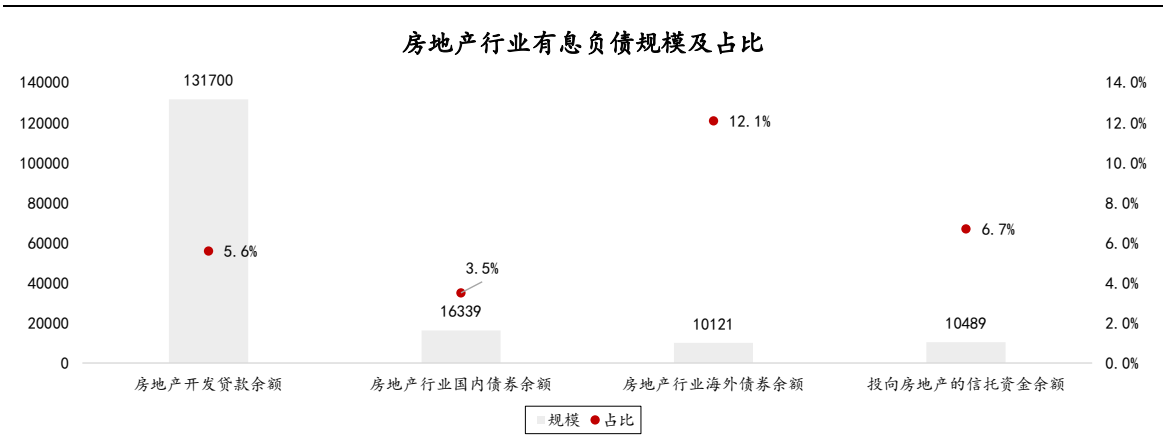


图表 45. 房地产行业融资规模处于低位，在全行业的融资占比相对较低

渠道	时间	指标	规模	占比	
有息负债	银行贷款	2023 年三季度末	房地产开发贷款余额	13.2 万亿元	占人民币各项贷款余额 5.6%
	国内债券	2023 年 11 月末	房地产行业国内债券余额	1.63 万亿元	占全行业国内债券余额 3.5%
	海外债券	2023 年 11 月末	房地产行业海外债券余额	1.01 万亿元	占全行业海外债券余额 12.1%
	非标信托	2023 年二季度末	投向房地产的信托资金余额	1.05 万亿元	占投向全行业信托资金余额 6.7%
无息负债	应付票据	2023 年三季度末	中万房地产板块应付票据余额	1.29 万亿元	
	房款	2023 年 1-10 月	房企到位资金：定金及预收款+个人按揭贷款	5.51 万亿元	
		2023 年三季度末	中万房地产板块预收账款（包括合同负债）	2.71 万亿元	
股权融资	2022 年 11 月-2023 年 11 月	房企港股配股和供股募集资金（已落地）	283 亿元	占港股配股和供股募集资金总额 27.2%	
	2022 年 11 月-2023 年 11 月	房企 A 股定增募集资金（已落地）	293 亿元	占 A 股股权融资总规模 2.1%	
REITs	截至 2023 年 11 月末	房企发行的公募 REITs（博时地产产业园 REIT、华夏基金华润有巢 REIT）	32.9 亿元	占公募 REITs 发行总规模 3.4%	

资料来源：万得，国家统计局，中银证券

图表 46. 23Q3 末房地产开发贷款余额占人民币贷款余额的比重为 5.6%；23 年 11 月末房地产行业国内债券余额占全行业的比重为 3.5%，海外债券为 12.1%；23Q2 末投向房地产的信托资金余额占全行业的比重为 6.7%



资料来源：万得，中银证券

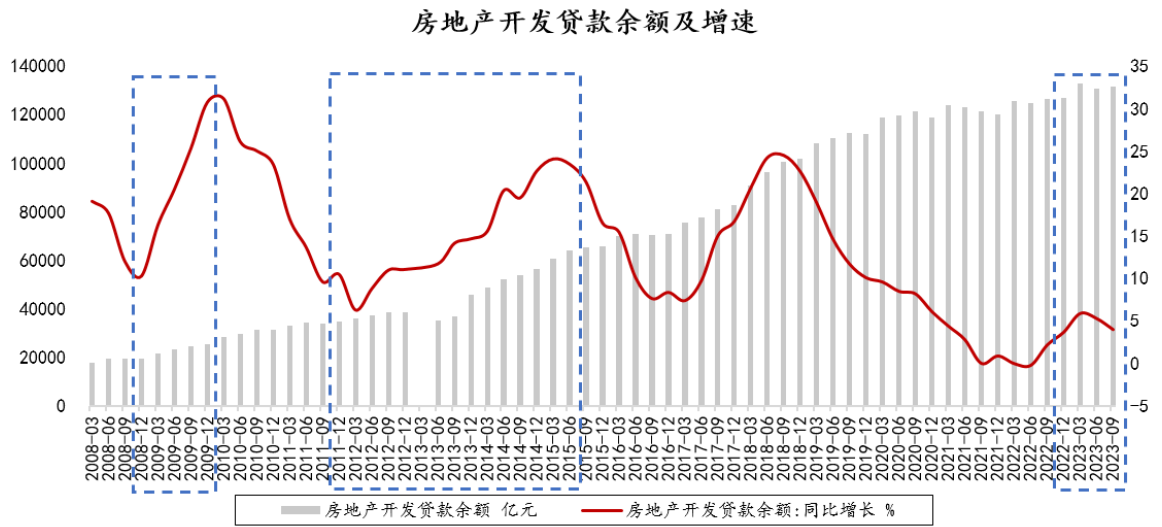
备注：房地产开发贷款余额为截至 2023 年三季度末数据，占比为占人民币各项贷款余额的比重；房地产行业国内外债券余额为 2023 年 11 月末数据，占比为占全行业国内外债券余额；投向房地产的信托资金余额为截至 2023 年二季度末数据，占比为占全行业信托资金余额的比重。

### 3.1.1 银行贷款：政策难改地产贷款占比下降趋势，整体余额增速仍在下行

银行贷款融资力度仍然较弱，房地产开发贷款余额增速整体下行。根据央行数据，2023 年三季度末，房地产开发贷款余额 13.2 万亿元，同比增长 4.0%，这一增速比金融机构整体贷款余额增速低了 7.3 个百分点，且增速自 2023 年二季度以来持续下行。从过去周期来看，2008 年金融危机后，整体信贷政策较为宽松，房地产开发贷款余额从 2008 年四季度的 1.93 万亿元大幅提升至 2010 年一季度的 2.85 万亿元，同比增速持续上行，从 10.3% 提升至 31.2%；2009 年“四万亿”计划后，信贷采取总量控制方式管理，房地产行业成为银监会限制银行贷款投向领域，不少房企开始将目标对准非标融资，房地产开发贷款余额同比增速于 2010 年二季度开始出现下滑。2010-2015 年虽然受到严格监管，但随着房地产行业的大规模扩张和高周转，房地产开发贷款余额仍出现了明显的增长。2015 年 9 月，发改委发文强调房企银行表内及表外贷款需要满足“432”的规定，此后银行开发贷增速减缓。2017-2018 年房地产开发贷款余额增速上行主要是因为受到涨价去库存这一波周期的影响，整体地产项目开发建设规模增加所带来的开发贷款的上行。2018 年 5 月-2021 年末整体开发贷款融资处于政策收紧期。但 2022 年 11 月“第一支箭”落地后，房地产开发贷款余额增速曾有阶段性小幅回升，从 2022 年二季度的 -0.2% 提升至 2023 年一季度的 5.9%，但二季度后增速又回落了。

另从统计局的房地产开发资金来源来看，“第一支箭”后，2022 年 11 月-2023 年 10 月国内贷款累计 1.40 万亿元，较 2021 年 11 月-2022 年 10 月下降 11.4%，较 2020 年 11 月-2021 年 10 月下降 35.8%。“第一支箭”的效果看起来并不显著。

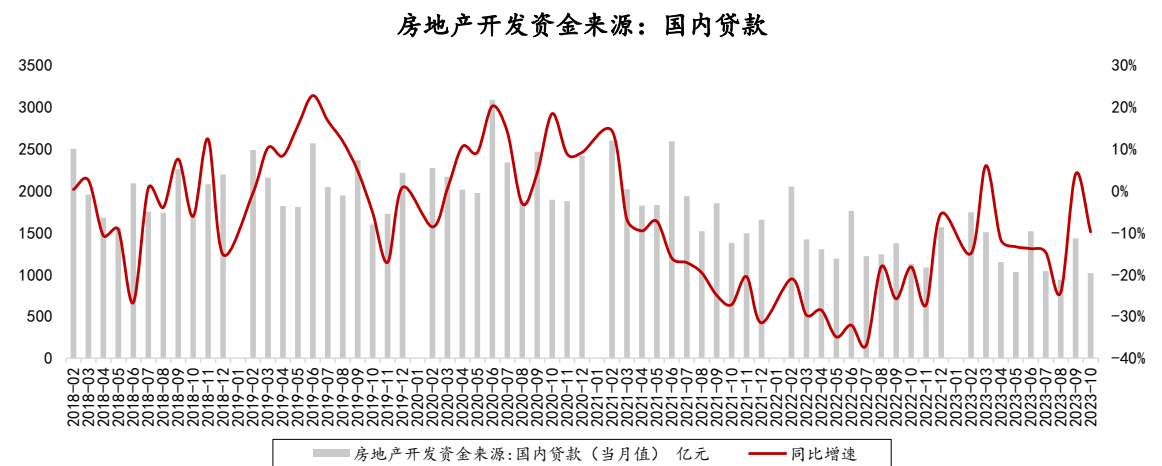
图表 47. 2023 年三季度末，房地产开发贷款余额 13.2 万亿元，同比增长 4.0%



资料来源：央行，中银证券

数据说明：蓝色框为房地产开发贷款融资政策整体宽松且贷款畅通的时期。

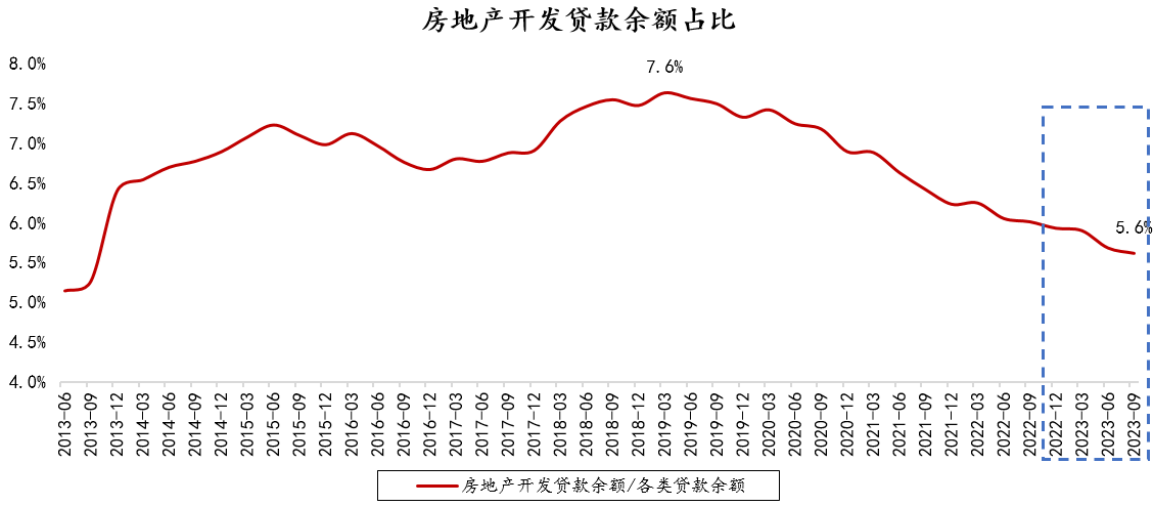
图表 48. “第一支箭”后，2022 年 11 月-2023 年 10 月国内贷款累计 1.40 万亿元，较 2021 年 11 月-2022 年 10 月下降 11.4%，较 2020 年 11 月-2021 年 10 月下降 35.8%



资料来源：国家统计局，中银证券

政策支持难改房地产开发贷款占比下降趋势，新增投放缩减带动存量占比下降。由于房地产融资的收紧，2019 年开始房地产开发贷款余额占比逐步下降，2021 年开始占比大幅减少。截至 2023 年三季度末，人民币贷款余额 234.6 万亿，房地产开发贷款余额占比 5.6%，较 2019 年一季度末下降 2 个百分点。

图表 49. 截至 2023 年三季度末，房地产开发贷款余额占比 5.6%，较 2019 年一季度末下降 2 个百分点



资料来源：央行，中银证券

从企业类型来看，银行端对非国企的支持力度也较为受限。根据中指院数据，2022 年 11 月“第一支箭”落地-2023 年 5 月，房企总授信额度超过 6 万亿元，受益房企除了央国企外，仅有 5 家混合所有制及民企授信额度超过 1000 亿元（万科、绿城中国、美的置业、碧桂园、龙湖集团）。此外，金融机构还需评估房企项目情况、合作程度、房企经营等因素，授信额度才会逐步落地，大部分中小民营房企获得信贷融资仍然十分困难。

国有商业银行是涉房贷款投放主力。今年上半年，银行对房地产业的信贷支持力度正在恢复，但增长幅度并不大。截至 6 月末，18 家重点上市银行投向房地产业贷款余额共计 6.86 万亿元，较 2022 年末增长 4.2%。其中，国有六大商业银行投向房地产业贷款余额达 4.09 万亿元，在 18 家被统计银行中占比 60%；上半年六大国有商业银行新增房地产业贷款 2495 亿元，较 2022 年末增长 6.5%，在 18 家银行中占比 90%。上半年新增房地产业贷款中，近九成来自国有大行。房地产业贷款投放规模最大的银行为农业银行、中国银行和建设银行。虽然股份制商业银行投向房地产业贷款的绝对值规模并不算大，但不良率飙升值得警惕。典型如中信银行、招商银行、民生银行、华夏银行等。

图表 50. 2023 年上半年房地产行业贷款规模排名

银行名称	2023 年 6 月末房地产业贷款余额 (亿元)	2022 年末房地产业贷款余额 (亿元)	2023 年上半年房地产业贷款增额 (亿元)
农业银行	8925.45	8396.21	529.24
中国银行	8461.73	7738.28	723.45
建设银行	8333.52	7706.75	626.77
工商银行	7671.9	7248.02	423.88
交通银行	5065.89	5198.57	-132.68
兴业银行	4054.67	3560.27	494.40
民生银行	3818.21	3633.44	184.77
招商银行	3557.64	3759.8	-202.16
浦发银行	3174.75	3220.36	-45.61
中信银行	2832.03	2771.73	60.30
平安银行	2759.16	2834.84	-75.68
邮储银行	2439.66	2115.25	324.41
浙商银行	1730.76	1668.27	62.49
光大银行	1724.14	1786.49	-62.35
上海银行	1225.87	1296.45	-70.58
江苏银行	954.41	892.97	61.44
华夏银行	945.01	1046.63	-101.62
渤海银行	898.58	926.22	-27.64

资料来源：公司公告，中银证券

商业银行的涉房不良贷款率有所提升，若发生资产价格大幅下降，或导致不良贷款进一步激增。截至 2023 年 9 月末，234.6 万亿元人民币贷款中，个人住房贷款和房地产开发贷款分别为 38.4 万亿元（占总额的 16.4%）和 13.2 万亿元（占总额的 5.6%），占比呈现明显下降的趋势。但涉房不良贷款比率持续上升。从余额来看，截至 2023 年 6 月末，18 家重点上市银行（包括 6 家国有大行、10 家股份制银行、2 家城商行）<sup>1</sup>房地产业不良贷款余额共计 2970.3 亿元，其中 6 家国有商业银行房地产业不良贷款余额共 2053.9 亿元，在 18 家被统计银行中占比约 7 成；10 家股份制商业银行房地产业不良贷款余额共计 870.8 亿元。从新增来看，18 家重点上市银行 2023 年上半年新增房地产不良贷款 209.3 亿元，其中 6 家国有商业银行新增 76.3 亿元，在 18 家银行中占比约 3 成；10 家股份制商业银行新增房地产业不良贷款 137.7 亿元，在 18 家银行中占比近 7 成。股份制商业银行受房地产下行冲击影响更大，2023 年上半年暴露出的房地产业不良贷款数额更大。

图表 51. 2023 年上半年房地产业贷款不良率排名

银行名称	2023 年 6 月末房地产业不良贷款余额 (亿元)	2022 年末房地产业不良贷款余额 (亿元)	2023 年 6 月末房地产业贷款不良率	2022 年末房地产业贷款不良率
工商银行	512.26	445.31	6.7%	6.1%
农业银行	516.86	460.39	5.8%	5.5%
招商银行	196.44	153.48	5.5%	4.1%
中信银行	149.86	85.42	5.3%	3.1%
民生银行	195.98	155.45	5.1%	4.3%
中国银行	432.00	559.66	5.1%	7.2%
建设银行	396.47	336.05	4.8%	4.4%
光大银行	72.84	69.52	4.2%	3.9%
华夏银行	35.60	29.56	3.8%	2.8%
交通银行	171.72	145.60	3.4%	2.8%
渤海银行	27.88	26.57	3.1%	2.9%
浦发银行	91.43	98.54	2.9%	3.1%
浙商银行	40.04	27.70	2.3%	1.7%
江苏银行	20.33	17.12	2.1%	1.9%
上海银行	25.27	33.16	2.1%	2.6%
邮储银行	24.57	30.59	1.0%	1.5%
平安银行	27.87	40.54	1.0%	1.4%
兴业银行	32.84	46.28	0.8%	1.3%

资料来源：公司公告，中银证券

2023 年 11 月 17 日，央行、金融监管总局、证监会三部门召开金融机构座谈会，会议上提及多项房地产金融放松政策，其中提出“三个不低于”：1) 各银行房地产贷款增速不低于行业平均贷款增速；2) 对非国有房企贷款增速不低于本行增速；3) 对非国有房企个人按揭增速不低于本行按揭增速。同时提出“对各所有制房企一视同仁，满足其合理融资需求”。另据观察者网等媒体报道，监管机构拟设立“50 家房企融资白名单”。后两个“不低于”均是针对非国有房企提出的，一方面解决其融资难问题，有助于化解这类房企的债务风险；另一方面，从需求端保障非国有房企的销售回款预期，通过增强个人按揭贷款投放，以求改善非国有房企的经营状况。根据我们的不完全统计，近两个月已有中国银行、农业银行、建设银行、交通银行、工商银行、邮储银行、光大银行、广发银行、浙商银行、中信银行、兴业银行、平安银行等多家银行密集与房企召开座谈会，对接房企融资需求，涉及万科、绿城、金地、龙湖、美的、新城、滨江等多家混合所有制和民营房企，甚至包括部分出险房企（例如广发银行召集的房企中涉及碧桂园）。我们认为融资政策的宽松要有实际的落地才是对房企最有力的支持，以上政策预计强制性不强，银行仍会根据自身风险管理角度放宽融资，但从信号意义的角度来说，给市场注入了一定的信心，缓解了部分对于民营房企和出险房企的连环信用恐慌。

<sup>1</sup> 工商银行、农业银行、招商银行、中信银行、民生银行、中国银行、建设银行、光大银行、华夏银行、交通银行、渤海银行、浦发银行、浙商银行、江苏银行、上海银行、邮储银行、平安银行、兴业银行。  
其中农业银行、中国银行、建设银行、工商银行、交通银行、邮储银行为 6 家国有商业银行；兴业银行、民生银行、中信银行、浙商银行、招商银行、平安银行、浦发银行、光大银行、华夏银行、渤海银行为 10 家股份制商业银行；江苏银行、上海银行为 2 家城商行。

图表 52. 根据我们的不完全统计，近两个月已有中国银行、农业银行、建设银行、交通银行、工商银行、邮储银行、光大银行、广发银行、浙商银行、中信银行、兴业银行、平安银行等多家银行密集与房企召开座谈会（截至 2023 年 12 月 14 日）

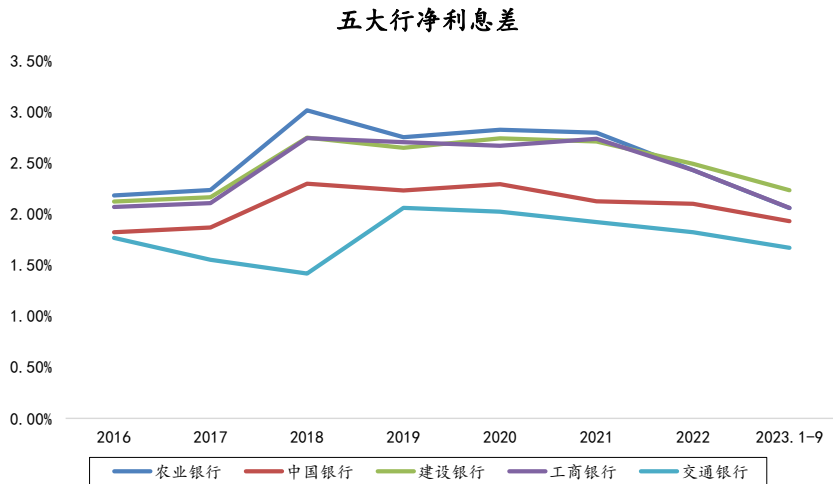
银行属性	召开银行	与会房企名单	房企属性	座谈会日期
国有六大行	建设银行	万科、龙湖、美的置业、新城发展、滨江集团、大华集团	5 家民企+1 家混合所有制企业	11 月 24 日
	交通银行	万科、绿城、龙湖、美的置业、新城控股、信达地产、首开股份、卓越、陆家嘴集团、仁恒置地、大华集团、浦发集团、滨江集团、新希望地产、伟星集团	9 家民企+2 家混合所有制企业+4 家国企	11 月 27 日
	农业银行	万科集团、龙湖集团、朱孟依家族集团	2 家民企+1 家混合所有制企业	11 月 30 日
	中国银行	绿城集团、龙湖集团、万科集团、滨江集团、新城控股、美的置业、星河湾集团、大华集团、金辉集团	7 家民企+2 家混合所有制企业	12 月 4 日
	邮储银行	不详	8 家，国企+民企+混合所有制企业	12 月 4 日
	工商银行	不详	国企+民营企业+混合所有制企业（全国性+区域性房企）	12 月 5 日
股份制银行	浙商银行	不详	20 余家代表性房企	11 月 22 日
	广发银行	新希望、雅居乐、碧桂园、新城、万达、万华	6 家民企	12 月 1 日
	光大银行	万科、美的置业、金辉集团、新城控股、碧桂园、安徽置地、南京金基、天安骏业等	多家民企+混合所有制企业	12 月 7 日
	中信银行	不详	多家民企+混合所有制企业	12 月 7 日
	平安银行	万科、绿城、龙湖、滨江、美的、卓越、大华、伟星、星河、京基、中天美好、万华	10 家民企+2 家混合所有制企业	12 月 12 日
	兴业银行	万科、绿城、龙湖、滨江、美的置业、新希望地产、绿地集团以及三家福建房企	4 家民企+3 家混合所有制企业	12 月 14 日
人民银行、住建部、金融监管总局、证监会	万科、保利、华润、中海、龙湖、金地	3 家国企+1 家民企+2 家混合所有制企业	11 月 7 日	
上交所	保利发展、大名城、华发股份、金地集团、迪马股份、新黄浦、中华企业、京能置业	5 家国企+2 家民企+1 家混合所有制企业	11 月 30 日	

资料来源：财联社，观点地产网，中银证券

不过从实际落地角度而言，仍有一定难度，具体的实施效果仍然难料。1) 出险房企仍能继续用于抵押贷款的优质标的较少。如工商银行年报披露，会基于对交易对手的信用风险评估决定需要取得的担保物金额及类型；办理贷款抵质押担保时，优先选取价值相对稳定、变现能力较强的担保物，一般不接受不易变现、不易办理登记手续或价格波动较大的担保物。部分出险房企出现资不抵债的状况，或是能用于抵押贷款的标的较少，在市场化机制下不太可能获得银行贷款。近日彭博社也发布消息称“中国正考虑允许银行向房企提供无抵押的流动资金贷款”，这对于出险房企是重大利好，但对于商业银行而言，风控将会是一大难点，考虑到高风险贷款可能出现的坏账率，我们认为，银行对于这类贷款投放或仍保持非常谨慎的态度。2) 银行业已经受到地产的影响盈利能力下滑，对地产贷款的投放将较为谨慎。我们用净息差（净息差=利息净收入/生息资产）体现银行的盈利能力，我们发现，2020 年以来，银行业的整体净息差在不断收窄。五大行的平均净息差从 2020 年的 2.51% 下降至 2022 年的 2.25%，2023 年前三季度年化后的净利息差降至 1.99%。银行业盈利能力下降，一方面是受到降息的影响，贷款利息相较于存款利息下降更多，从而使得银行的净息差收缩；另一方面也有受到房地产行业下行的影响，由于民营房企风险事件频出，银行对原融资成本相对更高的民营房企贷款规模收缩，进而影响了银行的盈利水平。同时，白名单扩围或增大银行风险敞口。未来若银行按照硬性指标加大对房地产贷款的投放，可能出现不良贷款率继续上升，每年计提的资产减值侵蚀企业利润的情况。所以我们预计在实操过程中，银行也会比较谨慎开放。



图表 53. 五大行的平均净利息差从 2020 年的 2.51% 下降至 2022 年的 2.25%，2023 年前三季度年化后的净利息差降至 1.99%

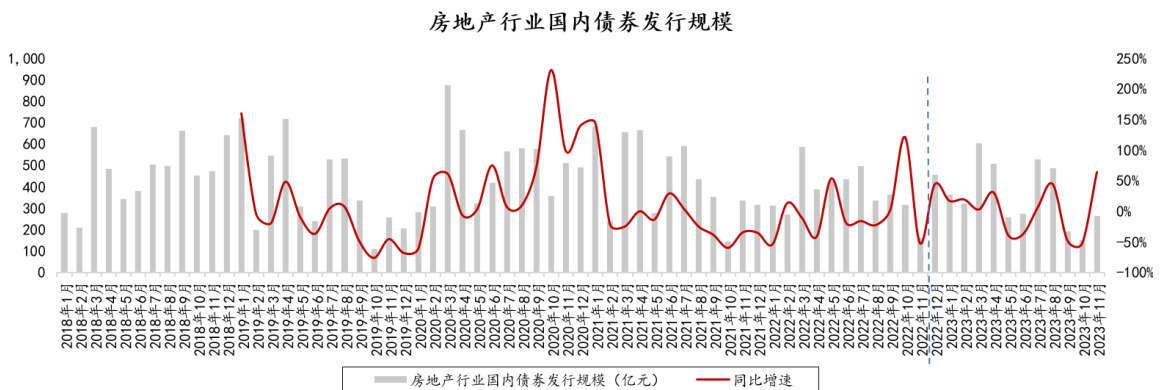


资料来源：公司公告，中银证券

### 3.1.2 债券：当下民企与混合所有制房企融资仍有困难

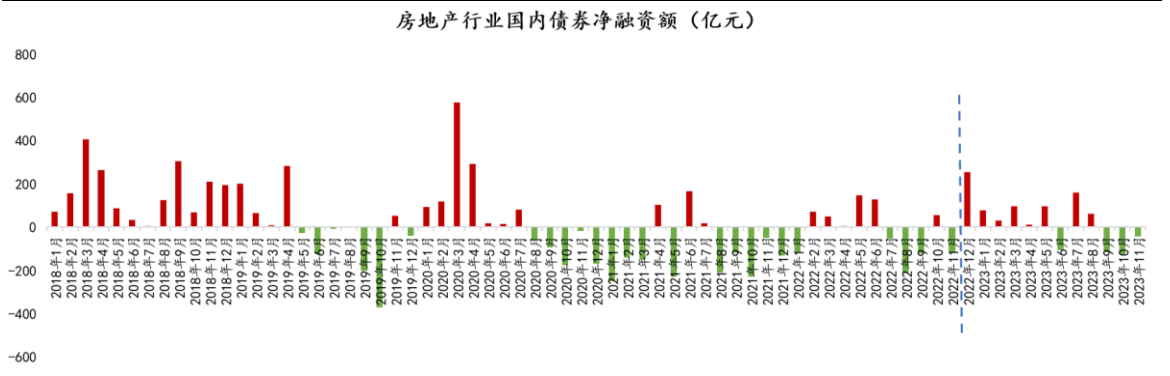
“三支箭”后国内债券发行量与净融资额短期止跌回升，一年来整体融资规模虽同比仍有下降，但净融资额转正。自 2019 年以来，地产国内债券融资规模有所收紧，2022 年以后更是进入较为困难时期。2022 年 11 月，房地产企业国内债券发行规模仅为 160.5 亿元，净融资额为 -117.3 亿元，2022 年 7-11 月净融资额合计 -448.6 亿元。“三支箭”政策出台后，房企债券发行量与净融资额出现了短期的回升，12 月发行规模为 454.5 亿元，净融资额为 253.5 亿元，2022 年 12 月-2023 年 5 月连续六个月净融资额为正，合计 564.4 亿元。不过 2022 年 12 月-2023 年 11 月一年来，房企国内债券发行规模合计 4393.6 亿元，较 2021 年 12 月-2022 年 11 月下降 0.2%，较 2020 年 12 月-2021 年 11 月下降 18.6%；净融资额为 397.4 亿元（2021 年 12 月-2022 年 11 月为 -301.3 亿元）。

图表 54. “三支箭”政策出台后，房企债券发行量短期的回升，2022 年 12 月发行规模为 454.5 亿元



资料来源：万得，中银证券

图表 55. “三支箭”政策出台后，房企债券净融资出现了短期的回升，2022 年 12 月-2023 年 5 月净融资额为正

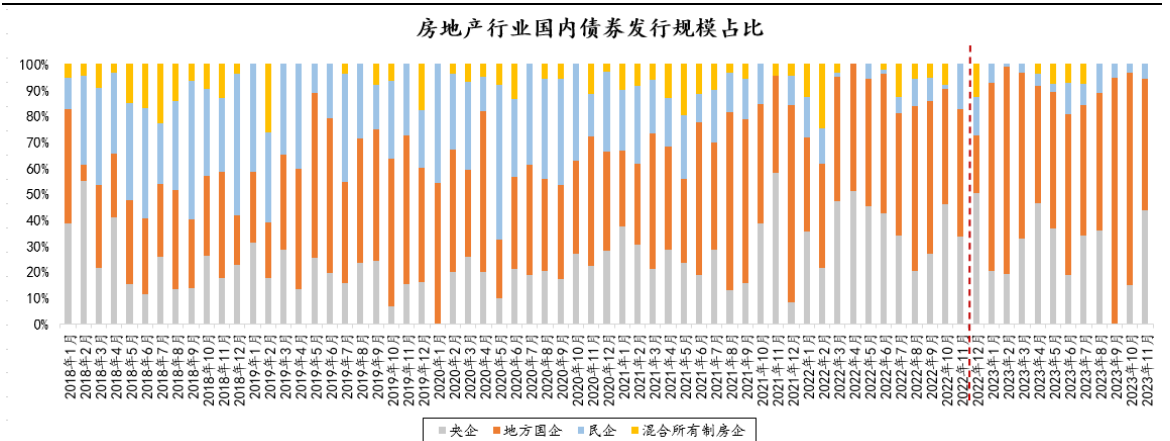


资料来源：万得，中银证券

民营与混合所有制房企债券融资短暂恢复，但净融资持续大额为负。从企业性质来看，国企与民企的债券发行量在“三支箭”出台后，短期内均显著上升，但之后出现分化。央企在“三支箭”出台一年来净融资额为正；民企与混合所有制房企发行规模较本轮行业下行期前（2020 年 12 月-2021 年 11 月）降幅均超过 6 成，净融额为负。央企在 2022 年 12 月-2023 年 11 月（“三支箭”后一年）国内债券发行规模 1406.4 亿元，同比下降 10.3%，占行业整体发行规模的比重为 32%，净融资额 366.6 亿元；地方国企发行规模 2453.0 亿元，同比增长 9.7%，占比 56%，净融资额 528.3 亿元；民企发行规模 300.2 亿元，较“三支箭”前一年虽同比增长 2.5%，但较再上一年（2020 年 12 月-2021 年 11 月）下降 69.2%，占比 7%，净融资额-316.4 亿元；混合所有制房企发行规模 157.0 亿元，同比下降 43.7%，较 2020 年 12 月-2021 年 11 月下降 63.4%，占比 4%，净融资额-121.3 亿元。

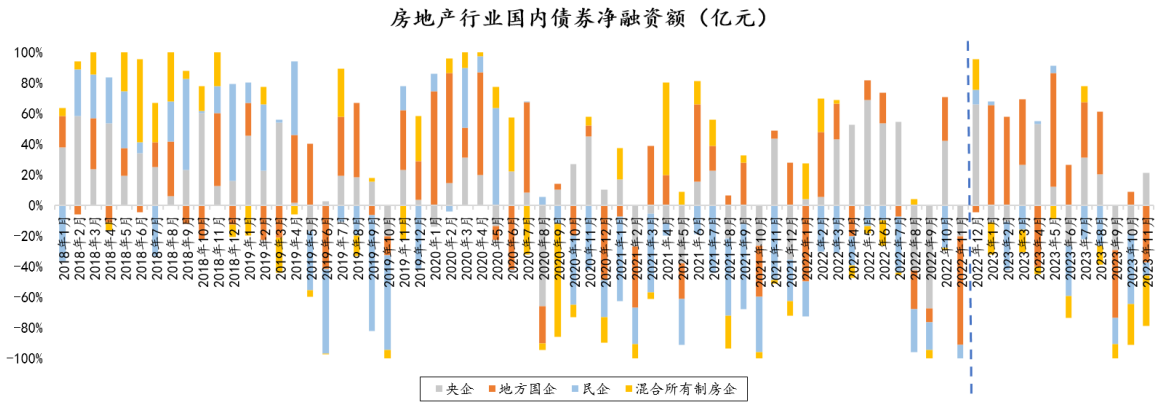
国企债券发行量逐步恢复至较高水平，民企债券发行回到低迷状态，在有中债增担保加持的条件下仍面临较大困难。净融资方面，不同性质企业分化更为明显，民营企业净融资持续大额为负。近期中央金融工作会议指出“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”，支持优质民企融资需求在近两年被反复强调，但难点在于“落实”。当前民营房企销售额降幅高于行业均值，企业出险事件时有发生，拿地规模较少，投资人和金融机构难以对民营房企建立起足够的投资信心，短期内资金对其敞开难度较大，因此制定出具有可操作性强、符合商业银行等金融机构利益的具体政策措施，才能够帮助民营房企获得顺畅的融资，根本问题仍是要解决市场信心。

图表 56. “三支箭”后一年（2022 年 12 月-2023 年 11 月）央企、地方国企、民企、混合所有制房企国内债券发行规模占比分别为 32.0%、55.8%、6.8%、3.6%



资料来源：万得，中银证券

图表 57. 民企与混合所有制房企在“三支箭”后一年（2022 年 12 月-2023 年 11 月）净融额为负



资料来源：万得，中银证券

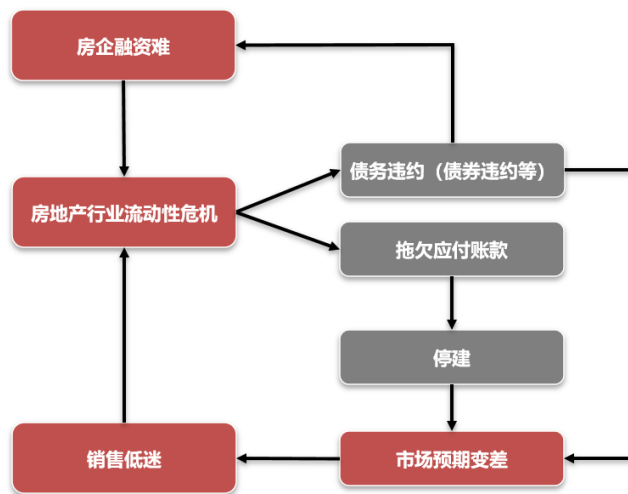
图表 58. “三支箭”后一年（2022 年 12 月-2023 年 11 月），央企、地方国企、民企、混合所有制房企国内债券发行规模分别为 1406.4、2453.0、300.2、157.0 亿元

	行业整体	央企	地方国企	民企	混合所有制房企
2022 年 12 月-2023 年 11 月发行规模 (亿元)	4393.6	1406.4	2453.0	300.2	157.0
较 2021 年 12 月-2022 年 11 月增速	-0.2%	-10.3%	9.7%	2.5%	-43.7%
较 2020 年 12 月-2021 年 11 月增速	-18.6%	-0.6%	7.3%	-69.2%	-63.4%
2022 年 12 月-2023 年 11 月净融资额 (亿元)	397.4	366.5	528.3	-316.4	-121.3

资料来源：万得，中银证券

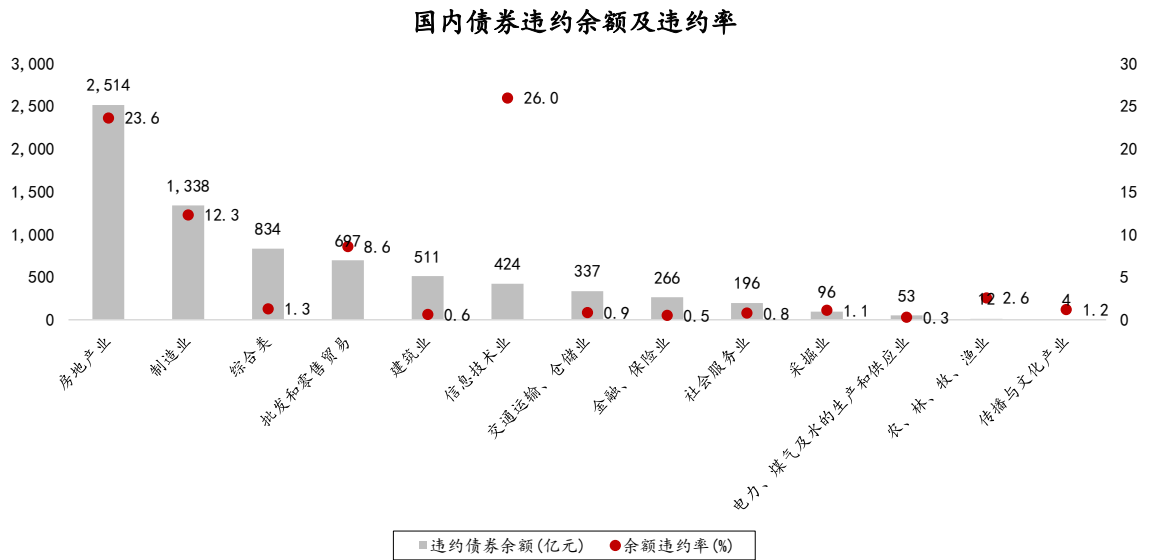
房地产企业债券违约连续发生加剧了市场对行业的担忧，房企融资更加困难。截至 2023 年 11 月 19 日，房地产行业国内债券违约 225 只，违约余额 2514 亿元，排名全行业第一，余额违约率为 23.62%。其中，违约金额较大的开发商有恒大（535 亿元）、龙光（183 亿元）、融创（152 亿元）、世茂（137 亿元）、富力（135 亿元）、时代（115 亿元）。从规模上来看，房地产行业的债券规模对整个债券市场的影响有限，但违约的连续发生加剧了市场对房地产行业的担忧，使得开发商融资更加困难。自 2021 年恒大债务违约以来，房地产市场陷入了流动性危机的恶性循环。房企试图摆脱此类恶性循环，但由于手中现金有限，不得不在“避免债务违约”和“避免拖欠应付账款”之间做出选择。但目前来看，这两者都很难完成。

图表 59. 房地产市场陷入了流动性危机的恶性循环



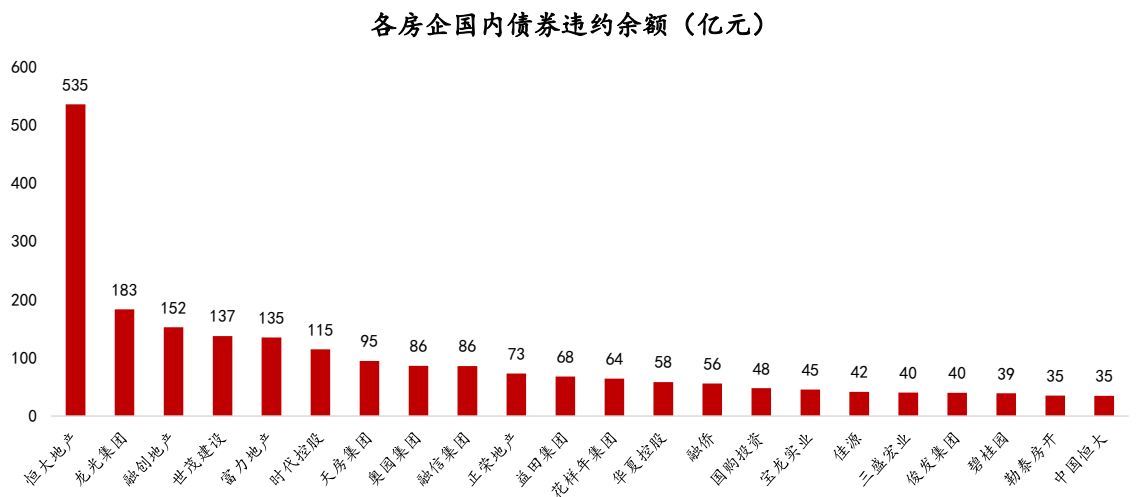
资料来源：中银证券

图表 60. 截至 2023 年 11 月 19 日，房地产行业国内债券违约余额 2514 亿元，余额违约率为 23.62%



资料来源：万得，中银证券

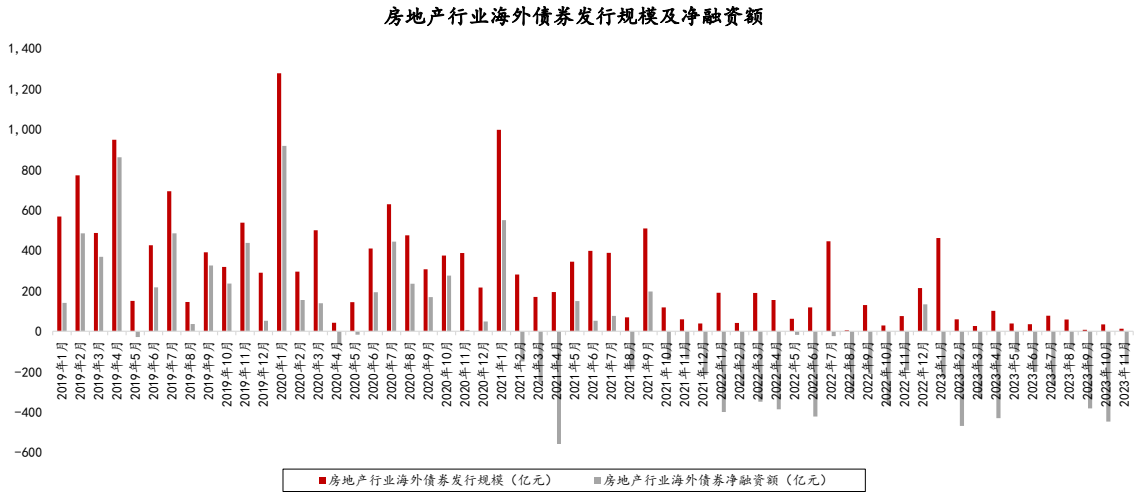
图表 61. 违约金额较大的开发商有恒大（535 亿元）、龙光（183 亿元）、融创（152 亿元）、世茂（137 亿元）、富力（135 亿元）、时代（115 亿元）



资料来源：万得，中银证券

从海外债来看，“三支箭”出台一年以来，发行规模同比降幅仍有超过两成，净融资额仍然为负。2022 年 12 月-2023 年 11 月房地产行业海外债发行规模合计 1126.4 亿元，同比下降 24.0%，净融资额为 -2979.1 亿元，与“三支箭”前一年（2021 年 12 月-2022 年 11 月）相比（-3164 亿元）融资净流出收窄。2018-2020 年海外债融资规模较大，每年都超过 4000 亿元，也为房企海外债风险埋下了隐患。2021 年下半年以来，由于销售和融资的双重困难，房企出现了流动性问题，频发海外债违约，部分房企美元债大幅下跌，影响了房企的评级。部分债务风险暴露的房企为解决海外债偿还问题，采取股东贷款、与债券持有人协商等方法解决，此外，房企为防范债务违约风险，进行交换要约、回购票据。

图表 62. “三支箭”后一年（2022 年 12 月-2023 年 11 月）房地产行业海外债发行规模合计 1126.4 亿元，同比下降 24.0%，净融资额为-2979.1 亿元

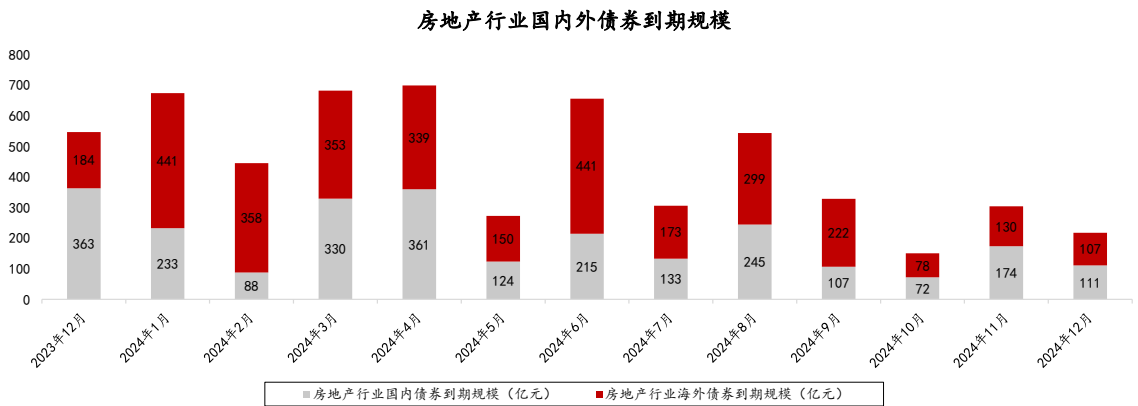


资料来源：万得，中银证券

房地产市场明年整体国内外债券到期偿还量减少，但资金链紧张的房企仍可能面临违约风险。2024 年房地产行业国内外债券到期规模合计 5284.4 亿元，较 2023 年减少 36.8%，整体偿债压力减少。

- 1) 国内债券：2024 年房地产行业国内债券到期规模合计 2192.5 亿元，仅为 2023 年到期规模的一半左右（2023 年到期规模为 4158.4 亿元）。其央企到期规模 600.0 亿元，同比下降 47%，占总规模的比重为 27%，同比持平；地方国企到期规模 1156.6 亿元，同比下降 42%，占比 53%，同比提升 5 个百分点；民企到期规模 196.1 亿元，同比下降 68%，占比 9%，同比下降 6 个百分点，混合所有制房企到期规模 181.0 亿元，同比下降 35%，占比 8%，同比提升 1 个百分点。
- 2) 海外债券：2024 年房地产行业海外债券到期规模合计 3091.9 亿元，同比下降 26.5%。
- 3) 分月度数据来看，2024 年 1、3、4、6 月为国内债券到期小高峰，到期规模分别为 674.3、682.8、699.8、656.2 亿元。在当前市场情绪脆弱、房企信用下滑、基本面尚未改善的情形下，国内债券到期高峰将加剧弱资质房企的资金压力。自 2021 年下半年以来，出险房企数量不断增加，甚至波及头部房企，直到当前，房地产行业仍未脱离危机，若销售端、融资端持续下滑，或将出现更多违约的房企，除非这些即将违约的房企提前启动债务重组并达成展期协议。

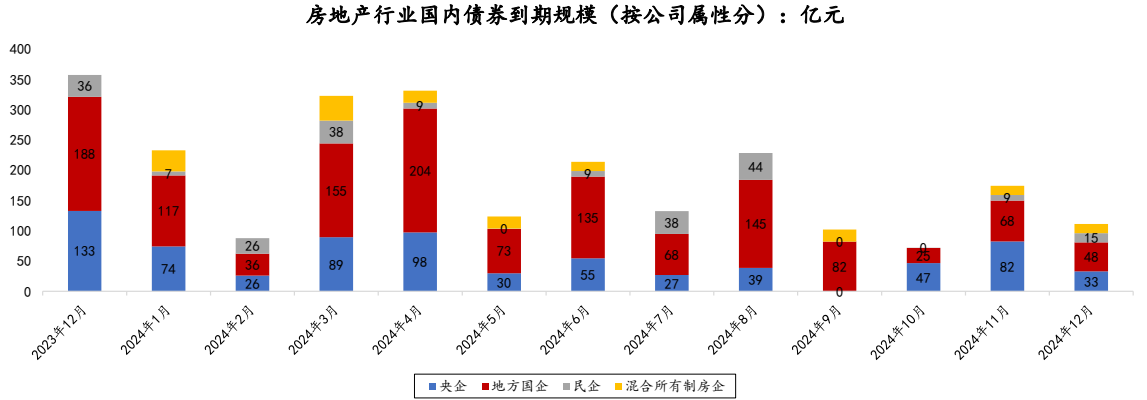
图表 63. 2024 年 1、3、4、6 月为国内债券到期小高峰，到期规模分别为 674.3、682.8、699.8、656.2 亿元



资料来源：万得，中银证券



图表 64. 2024 年房地产行业国内债券中，央企到期规模 600.0 亿元，地方国企到期 1156.6 亿元，民企到期 196.1 亿元，混合所有制房企到期 181.0 亿元



资料来源：万得，中银证券

### 3.1.3 股权融资：进度相对缓慢，募集资金体量有限

股权融资的进度缓慢，权益融资难度仍大，筹集资金体量有限，“三支箭”对于企业进行权益融资的帮助有限。根据万得的统计，自“第三支箭”政策落地至今（2022年11月-2023年11月），1) 港股方面，共计 10 家上市房企落地配股和供股融资，合计募集资金总额 282.8 亿元。2) A 股上市房企股权融资目前多在流程审批阶段，多数还未形成真正的资金支持。共计 24 家房企发布股权融资计划，计划募集资金总规模 1004 亿元，其中仅招商蛇口、华发股份、陆家嘴 3 家定增已经落地实施，实际募集资金 293 亿元。目前进展到发审委和证监会通过阶段的有西藏城投、福星股份、陆家嘴、保利发展、中交地产、大名城，通常从发审委审核公告日到证监会审核公告日约 1 个月，证监会审核公告日到正式发行约 1 个月。发行股份购买资产及配套融资、定增这两种再融资方式流程大致相同，但不同上市主体增发耗时不同，从成功发行的华发股份、招商蛇口和陆家嘴来看，从发布预案到完成上市耗时平均约为 12 个月。这也意味着，房企股权融资还有相当长的道路要走。同时，从规模来看，募集资金能力有限，资本市场反应不及预期。面对当前市场的艰难局面，就融资端而言，股权融资未来还要加大支持力度，开辟绿色通道加快审批。

图表 65. 港股方面，共计 10 家上市房企落地配股和供股融资，合计募集资金总额 282.8 亿元

名称	公告日期	发行数量 (亿股)	拟配售股份占已发行 H 股份比例 (%)	价格 (港元)	发行方式	募资总额 (亿港元)	发行结果日	募资金用途
碧桂园	2022/11/15	14.63	6	2.68	配售	39.2	2022/11/22	用于为现有境外债进行再融资及一般营运资金
	2022/12/7	17.80	6.88	2.7	配售	48.1	2022/12/14	现有境外债项进行再融资和一般营运资金
	2023/8/30	3.51	1.27	0.77	配售	2.7	2023/9/4	认购股份的总代价将抵消付款金额，故本公司将不会自认购事项收取现金所得款项。
雅居乐集团	2022/11/16	2.95	7.53	2.68	配售	7.9	2022/11/23	现有债项再融资及一般企业用途
	2022/12/20	2.69	6.37	2.32	配售	6.2	2022/12/30	偿还由远航金门国际有限公司发行 2026 年到期的有抵押及有担保可交换债券的尚未偿还票息付款、现有债项再融资及一般企业用途。
	2023/1/11	2.20	4.9	2.25	配售	4.9	2023/1/18	偿还公司发行的于 2025 年到期 5 亿美元 5.75% 的无抵押优先债券的尚未偿还票息付款、现有债项再融资及一般企业用途。
	2023/8/1	3.46	7.36	1.13	配售	3.9	2023/8/15	偿还现有债项再融资及一般企业用途
中原建业	2022/11/18	3.43	10.43	0.8	配售	2.7	2023/5/3	1) 政府代建业务的发展; 2) 资本代建业务的发展; 3) 一般营运资金。
建发国际集团	2022/11/30	0.45	2.82	17.98	配售	8.1	2022/12/6	约 80% 用作偿还贷款; 约 20% 用作一般营运资金。
新城发展	2022/12/12	5.60	8.61	3.5	配售	19.6	2022/12/19	偿还公司日后到期的境外债务及用作本集团一般营运资金。
德信中国	2022/12/13	2.68	9.92	0.88	配售	2.4	2022/12/21	1) 公司现有业务之未来发展; 2) 偿还现有债务; 3) 营运资金及一般企业用途。
合景泰富集团	2022/12/18	2.35	7.38	2.01	配售	4.7	2022/12/23	现有债务的再融资及一般企业用途
旭辉控股集团	2022/12/20	8.40	8.78	1.14	配售	9.6	2022/12/28	偿还现有债务 (包括应计利息) 及用作一般企业用途
万科企业	2023/3/2	3.00	15.74	13.05	配售	39.2	2023/3/9	60% 资金用于偿还本公司的境外债务性融资, 剩余 40% 资金将用于补充公司营运资金
越秀地产	2023/4/20	9.29	30	9	供股	83.6	2023/6/2 (上市日期 2023/6/6)	用于大湾区、华东地区核心城市和其他重点省会城市之进一步投资, 并用作营运资金。
合计						282.8		

资料来源：万得，中银证券

图表 66. A 股房企中，仅华发股份、招商蛇口、陆家嘴三家定增已经落地实施，实际募集资金 293.0 亿元

企业名称	发行日期	发行方式	发行价格 (元/股)	增发数量 (亿股)	增发前总股本 (亿股)	预计募集资金总额 (亿元)	实际募资总额 (亿元)	发行对象	增发目的
招商蛇口	2023-06-26	定向	14.83	6.02	77.39	89.3	89	机构投资者,大股东关联方	融资收购其他资产: 拟通过发行股份购买深投控持有的南油集团 24% 股权、招商局投资发展持有的招商前海实业 2.89% 股权
	2023-09-14	定向	11.81	7.20	83.41	85.0	85	机构投资者,境外机构投资者,大股东关联方	用于存量涉房项目、补充流动资金、偿还债务, 不用于拿地拍地、开发新楼盘等。拟用于下列项目: 长春公园 1872 项目、沈阳招商公园 1872 项目、重庆招商渝天府项目、上海虹桥公馆三期项目、重庆招商 1872 项目、合肥臻和园项目、徐州山水间花园二期项目、合肥滨奥花园项目、郑州招商时代锦宸苑项目、南京百家臻园项目、补充流动资金及偿还债务。
陆家嘴	2023-07-12	定向	8.66	7.79	40.34	67.4	67	原股东 (陆家嘴集团)	融资收购其他资产: 公司向陆家嘴集团发行股份用于支付昌邑公司 100% 股权和东莱公司 30% 股权的交易作价。
华发股份	2023-10-16	定向	8.07	6.35	21.17	60.0	51	大股东,机构投资者,境内自然人	用于以下与“保交楼、保民生”相关的房地产项目: 郑州华发峰景花园项目, 南京燕子矶 G82 项目, 湛江华发新城市南(北) 花园项目, 绍兴金融活力城项目, 补充流动资金。
合计						301.7	293.0		

资料来源: 万得, 中银证券

图表 67. 其他 A 股上市房企目前的定增多在流程审批阶段

名称	首次披露 预案日	最新方案进度 (截至到 2023 年 12 月 10 日)	增发价格 (元/股)	增发数量 (亿股)	预计募集资 金(亿元)	定向增发目的	发行对象
福星股份	2022-12-06	2023 年 6 月 28 日证监会通过, 尚未发行, 发行有效期 2024 年 6 月 18 日		2.75	13.4	项目融资: 1) 红桥城 K6 住宅项目; 2) 红桥城 K15 项目; 3) 补充流动资金项目。	境内自然人, 机构投资者
大名城	2022-12-09	2023 年 6 月 28 日证监会通过, 尚未发行, 发行有效期 2024 年 12 月 26 日		5.10	25.5	项目融资: 1) 松江区永丰街道 H 单元 H24-07 号地块项目 (大名城映云间); 2) 青浦区朱家角镇 D06-01 地块项目 (大名城映湖); 3) 上海大名城临港奉贤 B10-02 地块项目 (大名城映园); 4) 上海大名城临港奉贤 B1101、B1201、B1301 地块项目 (大名城映园二期); 5) 上海大名城临港科技城 B02-02 地块项目 (大名城映晖); 6) 补充流动资金。	大股东, 机构投资者, 境内自然人
陆家嘴	2022-12-16	2023 年 6 月 30 日证监会通过, 尚未发行, 发行有效期为 2024 年 6 月 30 日		14.44	66.0	配套融资: 拟以发行股份方式购买陆家嘴集团持有的上海陆家嘴昌邑房地产开发有限公司 100% 股权, 上海东泰置业 30% 股权; 及补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务。其中用于补充流动资金、偿还债务的比例不超过募集配套资金总额的 10%。	机构投资者, 境内自然人
三湘印象	2023-11-18	2023 年 11 月 18 日董事会预案	2.88	3.54	10.2	补充流动资金及偿还银行借款。	大股东 (湖北联投)
荣盛发展	2022-12-22	2023 年 1 月 7 日股东大会通过		13.04	28.7	项目融资: 1) 成都时代天府; 2) 长沙锦绣学府; 3) 唐山西定府邸; 4) 补充流动资金。	境内自然人, 机构投资者
	2023-06-09	2023 年 6 月 9 日董事会预案	1.36			融资收购其他资产并募集配套资金: 拟通过发行股份的方式购买荣盛控股、北京融维通、中鸿凯盛、天津瑞帆、天津科启、高清、周伟合计持有的标的公司荣盛盟固利 (新能源车电池企业) 76.44% 股权。 本次配套融资所募集资金将用于投入标的公司项目建设、补充标的公司流动资金或偿还债务和支付本次交易的中介机构费用、交易税费等并购整合费用等用途, 募集配套资金具体用途及金额将在重组报告书中予以披露。其中, 用于补充流动资金或偿还债务的比例不超过拟购买资产交易价格的 25% 或不超过募集配套资金总额的 50%。	大股东, 大股东关联方, 境内自然人, 机构投资者
苏宁环球	2022-12-30	2023 年 1 月 17 日股东大会通过		9.10	28.0	项目融资: 天津硅谷庄园三区 (荣锦瑞府)、北外滩水城二十街区 (滨江雅园)、补充流动资金。	境内自然人, 机构投资者
保利发展	2022-12-31	2023 年 6 月 28 日证监会通过, 尚未发行, 发行有效期为 2024 年 6 月 28 日		8.19	125.0	项目融资: 广州保利领秀海、西安保利天汇、大连保利城、合肥保利和光熙、中山保利天汇、南京保利阅云台、西安保利锦上、南京保利燕璟和颂、合肥保利拾光年、广州保利和悦滨江、广州保利锦上、南京保利扬子萃云台、合肥保利悦悦、莆田保利建发棠颂和府, 补充流动资金。	公司股东, 机构投资者, 境内自然人
中南建设	2023-01-06	2023 年 2 月 1 日股东大会通过		11.48	28.0	项目融资: 临沂春风南岸项目、青岛即墨樾府项目, 补充流动资金。	机构投资者, 境内自然人
新黄浦	2023-01-07	2023 年 2 月 9 日股东大会通过		2.02	17.0	项目融资: 1) 上海闵行星悦梦庭租赁住房项目; 2) 上海闵行星悦河畔家园租赁住房项目; 3) 上海宝山新顾城欣康苑保障住房项目; 4) 上海奉贤平苑保障住房项目; 5) 湖州玉象府项目; 6) 补充流动资金。	机构投资者, 境内自然人
天地源	2023-01-12	2023 年 10 月 21 日股东大会通过		2.59	12.5	项目融资: 平江观棠项目、棠樾坊项目, 偿还金融机构借款。	机构投资者, 境内自然人
迪马股份	2023-01-19	2023 年 1 月 19 日董事会预案		7.47	18.0	项目融资: 1) 东原香山五期; 2) 2015-81 号地块开发项目; 3) 补充流动资金	机构投资者, 境内自然人
万科 A	2023-02-13	2023 年 8 月 30 日停止实施 (基于当前公司 A 股股价处于低位, 决定终止向特定对象发行股票)		11.00	150.0	项目融资: 原拟用于中山金域国际、广州金茂万科魅力之城、珠海海上城市、杭州星图光年轩、郑州翠湾中城、郑州未来时光、重庆星光天空之城、成都菁蓉都会、西安万科东望、长春溪望望、鞍山高新万科城, 补充流动资金。	机构投资者, 境内自然人
中交地产	2023-02-24	2023 年 6 月 28 日证监会通过, 尚未发行, 发行有效期为 2024 年 6 月 28 日		2.09	35.0	项目融资: 长沙凤鸣东方、郑州翠语棠棠、武汉中交澄园、惠州紫薇春晓、天津春映海河、补充流动资金。	大股东, 境内自然人, 机构投资者
新城控股	2023-03-14	2023 年 3 月 30 日股东大会通过, 2023 年 9 月 26 日调整方案, 发行数量从原 6.77 亿股调整为 4.51 亿股, 计划募集资金从 80 亿元调整为 45 亿元。		4.51	45.0	项目融资: 1) 温州新城瓯江湾项目; 2) 东营项目; 3) 重庆大足项目; 4) 泰安新泰项目; 5) 宿迁沭洪项目; 6) 大同云冈项目; 7) 补充流动资金。	机构投资者, 境内自然人
西藏城投	2023-03-21	2023 年 12 月 9 日证监会通过, 尚未发行, 发行有效期为 2024 年 12 月 9 日		2.46	10.0	项目融资: 1) 世贸铭城 DK3 项目; 2) 世贸馨城 DK1 项目; 3) 补充流动资金	境内自然人, 机构投资者
京能置业	2023-03-23	2023 年 4 月 8 日股东大会通过		1.13	7.0	项目融资: 京能·西山印项目; 补充流动资金。	境内自然人, 机构投资者
苏州高新	2023-05-18	2023 年 8 月 17 日股东大会通过		3.45	16.0	项目融资: 1) 昆山尚云庭; 2) 苏州雅乐云庭东区; 3) 补充流动资金及偿还债务	大股东, 机构投资者, 境内自然人
中华企业	2023-06-03	2023 年 6 月 29 日股东大会通过		18.29	45.0	项目融资: 中企誉品·银湖湾、中企云萃森林, 补充流动资金。	机构投资者, 境内自然人
金科股份	2023-06-21	2023 年 6 月 21 日董事会预案	1.17			融资收购其他资产: 拟通过发行股份的方式购买科易小资持有的恒昇大业 20% 的股权。	科易小资 (为上市公司控股股东金科控股所控制的企业)
渝开发	2023-06-29	2023 年 7 月 21 日股东大会通过		1.65	7.0	项目融资: 1) 格莱美城项目; 2) 贯金和府一期项目; 3) 南樾天家一、二期高层项目; 4) 补充流动资金。	大股东, 境内自然人, 机构投资者
京投发展	2023-10-31	2023 年 11 月 16 日股东大会通过	5.71	1.31	7.5	补充流动资金和偿还债务。	大股东 (北京市基础设施投资有限公司)
珠江股份	2023-11-07	2023 年 11 月 23 日股东大会通过	2.92	2.56	7.5	补充流动资金和偿还债务。	大股东 (广州珠江实业集团有限公司)
合计					702.3		

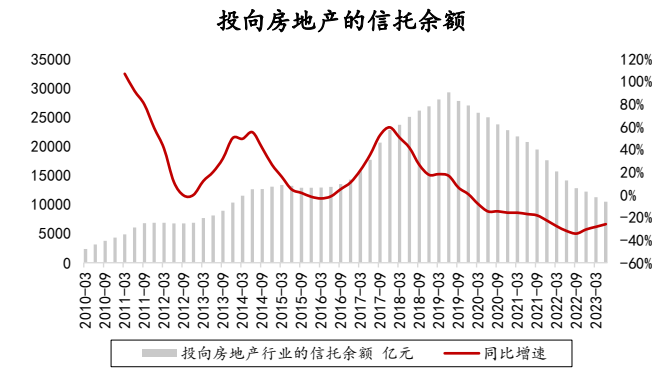
资料来源: 万得, 中银证券

备注: 根据进程, 深绿色底色为证监会通过阶段, 浅绿色底色为股东大会通过阶段, 黄色底色为董事会预案阶段。

### 3.1.4 非标信托：发行规模持续压降，融资主体质量提升带动融资成本下行

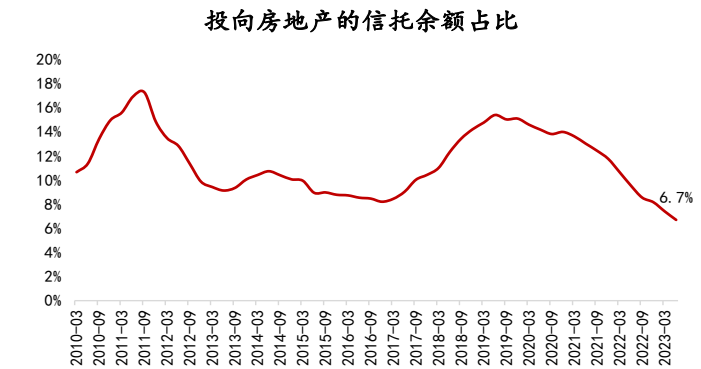
房地产信托规模持续压降，2023年1-10月发行规模同比降幅超过七成。近年来，受监管政策以及房地产行业整体环境影响，投向房地产的信托资金占比一直呈现下降趋势。截至2023年二季度末，投向房地产的信托资金余额为1.05万亿元，较2022年同期下降25.9%，连续13个季度双位数负增长，占整体信托余额的比重仅为6.7%，较2011年9月（17.2%）和2019年6月（15.4%）的高峰下降明显，占比处于自2011年有数据以来的最低位。根据用益信托数据，2023年1-10月投向房地产行业的信托发行数量为651个，较2022年同期的1678个房地产信托发行量，下降61.2%；发行规模合计347.0亿元，同比缩减72.2%。根据中指研究院数据，2023年1-10月房地产行业信托发行规模247.2亿元，同比下降70.3%。我们认为，今年以来房地产信托数量、规模下滑，是在2019年中以来整体业务收缩趋势下的延续。近两年，在监管引导下，信托业实行业务结构调整与转型，通道类业务回落，融资类业务逐步压降。作为融资类业务中的重点，房地产信托面临额度不足、展业受限的现实；叠加2020年8月，“三条红线”出台，对房地产企业融资需求进一步限制。

图表 68. 截至 2023 年二季度末，投向房地产的信托资金余额为 1.05 万亿，较 2022 年同期下降 25.9%



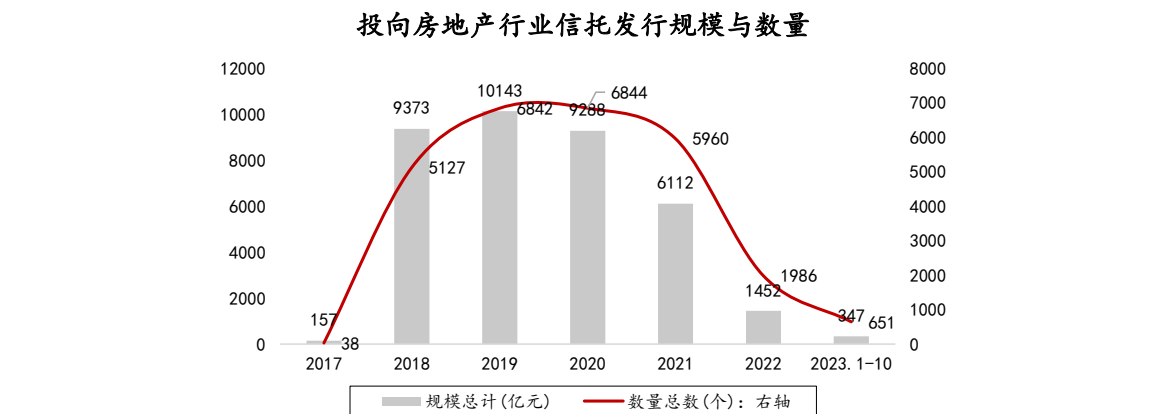
资料来源：中国信托业协会，中银证券

图表 69. 截至 2023 年二季度末，投向房地产的信托资金余额占整体信托余额的比重为 6.7%，同比下降 2.8 个百分点



资料来源：中国信托业协会，中银证券

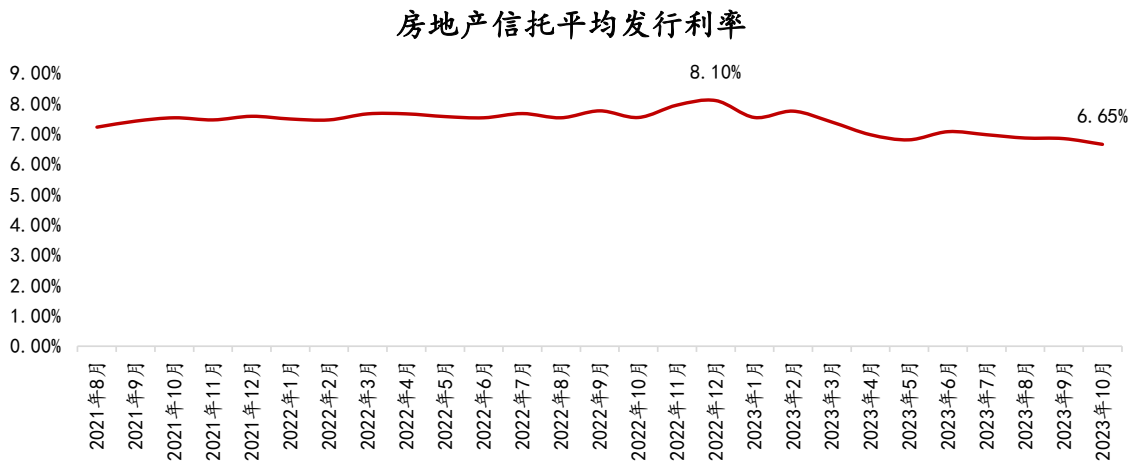
图表 70. 2023 年 1-10 月投向房地产行业的信托发行数量为 651 个，同比下降 61.2%；发行规模合计 347.0 亿元，同比缩减 72.2%



资料来源：用益信托网，中银证券

在市场和监管的双重压力下，房地产信托融资主体质量提升，带动融资成本整体下行。根据中指院数据，2023年以来信托平均发行利率明显下降，2023年10月降至6.65%，同比下降0.89个百分点，较2022年最高点的8.10%下降了1.45个百分点。房地产信托融资成本下滑主要是因为，从风险防范角度考量，信托资金向头部房企集中，资产端方面信托公司在优质房地产项目上竞争激烈，导致房地产类信托产品融资成本下滑。

图表 71. 2023 年 10 月房地产信托平均发行利率为 6.65%，同比下降 0.89 个百分点



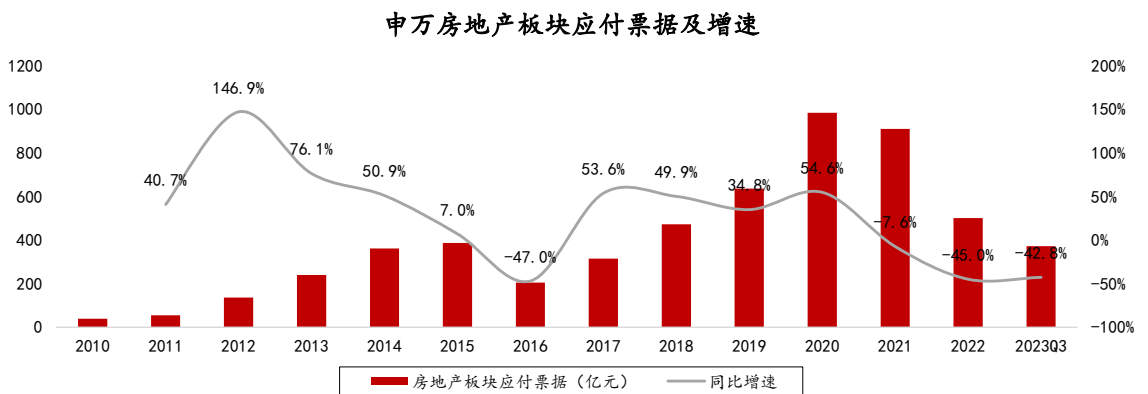
资料来源：中指院，中银证券

## 3.2 上下游占款：商票规模缩减，逾期情况改善；房款仍然低迷，预收账款持续出现双位数负增长

### 3.2.1 房企商票规模明显收缩，清偿速度有所加快，逾期情况有所改善

近两年房企商票规模明显收缩。申万房地产板块 2022 年应付票据同比下降 45.0%，2023 年前三季度再度同比下降 42.8%。一方面，2021 年 7 月初央行将“三道红线”试点房企商票数据纳入其监控范围，要求相关房企将商票数据每月上报，房企减少了商票的运用，同时商票的清偿速度也有所加快；另一方面，2021 年下半年以来，品牌房企出现实质商票违约问题，以及兑付人存在合同纠纷等借口延缓付款，反映出房企资金不足，流动性欠缺的本质，各类供应商也不再愿意接受“商票”这类抵款方式，商票增量在减少。

图表 72. 申万房地产板块 2022 年应付票据同比下降 45.0%，2023 年前三季度再度同比下降 42.8%

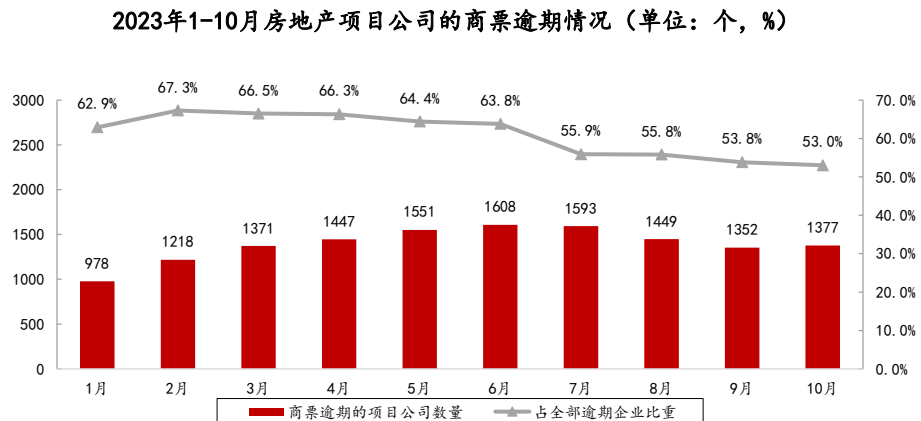


资料来源：万得，中银证券

商票的清偿速度有所加快，商票逾期的房企数量自 6 月以来明显下降。根据上海票交所公布的《截至 2023 年 10 月 31 日承兑人逾期名单》显示，截至 2023 年 10 月末出现票据逾期行为的房地产项目公司数量 1377 个（2023 年 5 至 10 月发生 3 次以上承兑人逾期，且截至 10 月末逾期余额或当月出现付款逾期的承兑人），同比大幅减少 57.6%，占全部商票逾期企业的比重环比降低 0.8 个百分点至 53%。具体来看，绝大多数发生商票持续逾期的房企均实际出现了债务违约现象，因部分房企高度依赖商票融资，一旦资金链承压后商票出现集中未兑付风险，持续逾期维持高位。融创、中南、海伦堡、绿地等持续逾期数量处靠前位置。随着碧桂园、中骏陆续爆出流动性危机，持续逾期的商票数量也出现明显增长，债务加速挤兑，信用风险加大。整体来看，当前房地产商票承兑的高峰期已过，新增逾期风险主要集中在近期遇险的房企，整体行业商票逾期可能趋于稳定。



图表 73. 截至 2023 年 10 月末出现票据逾期行为的房地产项目公司数量 1377 个，同比大幅减少 57.6%，占全部商票逾期企业的比重环比降低 0.8 个百分点至 53%



资料来源：上海票交所，中银证券

图表 74. 截至 2023 年 10 月末，融创、中南、海伦堡、绿地等持续逾期数量处靠前位置

2023 年 10 月末持续逾期商票数量排名 TOP10 的房企

房企	持续逾期的项目公司个数	较上月变化
融创中国	368	3
中南建设	181	1
海伦堡	108	7
绿地控股	91	0
中骏集团控股	87	17
弘阳地产	77	1
碧桂园	69	68
雅居乐集团	65	3
东原地产	49	1
领地控股	35	2

资料来源：上海票交所，中银证券

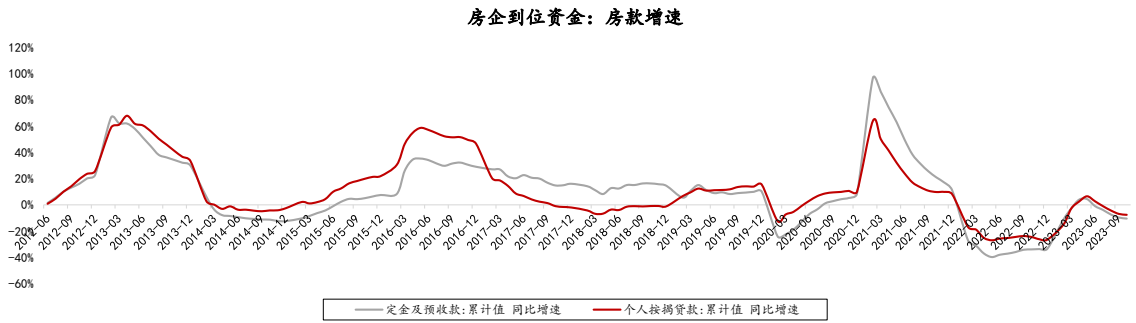
### 3.2.2 房企到位房款持续低迷，预收账款持续出现双位数负增长

在本轮政策宽松周期中，限贷政策的宽松是前所未有的，“认房不认贷”、房贷利率下调叠加首付比例下调被广泛运用，但从政策效果来看，虽然我们看到了居民在购房的时候确实增加了一些杠杆，贷款比例有一定的提升，但由于并未切实提振销售，整体房款仍在下行。对于房企来说，销售修复才是内部资金改善的关键。

由于本轮限贷政策宽松并未切实提振销售，房企到位资金中的房款仍然低迷，其中定金及预收款的降幅相对更大。从统计局口径的房企到位资金来看，2023 年 1-10 月房款累计 5.51 万亿元，同比下降 9.5%，其中定金及预收款为 3.66 万亿元，同比下降 10.4%，个人按揭贷款为 1.85 万亿元，同比下降 7.6%，下半年以来降幅持续扩大。

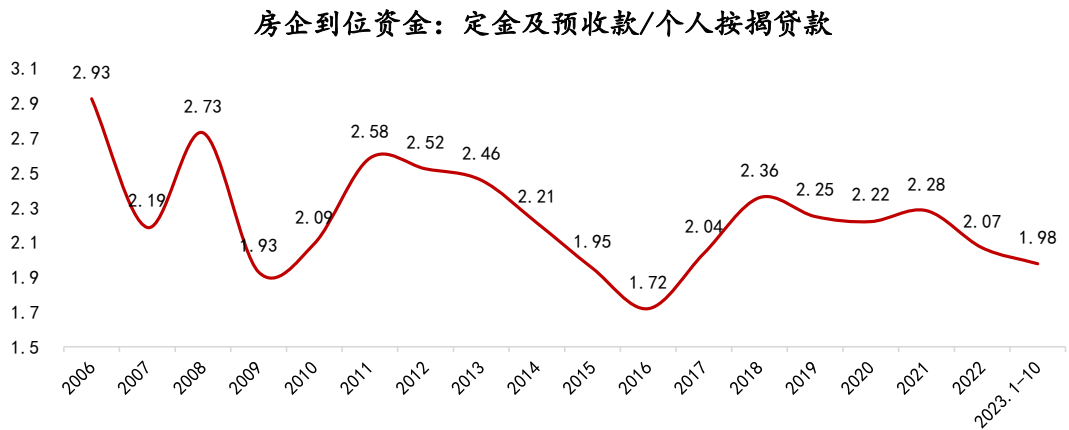
定金及预收款的降幅大于个人按揭贷款，这体现了 2022 年以来购房者在更多的信贷支持下，杠杆出现了一定的提升。2022 年定金及预收款/个人按揭贷款为 2.07X，较 2021 年下降了 0.2X；2023 年 1-10 月进一步降至 1.98X，为 2018 年以来同期最低位。同时，根据贝壳研究院的数据，2023Q3 全国重点城市的商业贷款比例（使用按揭贷款的购房客户贷款额与其房屋成交额的比值）为 62.6%，同比提高 2.9 个百分点，较上季度环比提升 1.4 个百分点。可见，Q3 以来密集出台的信贷持续宽松使得居民在购房的时候确实增加了一定的杠杆。分能级城市来看，“认房不认贷”政策显著拉升了一线城市的贷款比例。在一线城市 2023Q3 平均贷款比例为 47.5%，同比提升 5.0 个百分点，环比提高 3.0 个百分点，提升幅度最大，主要是受 8 月底 9 月初“认房不认贷”政策降低改善客群贷款购房门槛的影响；二线城市为 61.7%，同比提高 3.3 个百分点；三四线城市为 65.5%，同比提高 2.3 个百分点。

图表 75. 2023 年 1-10 月定金及预收款为 3.66 万亿元，同比下降 10.4%，个人按揭贷款为 1.85 万亿元，同比下降 7.6%



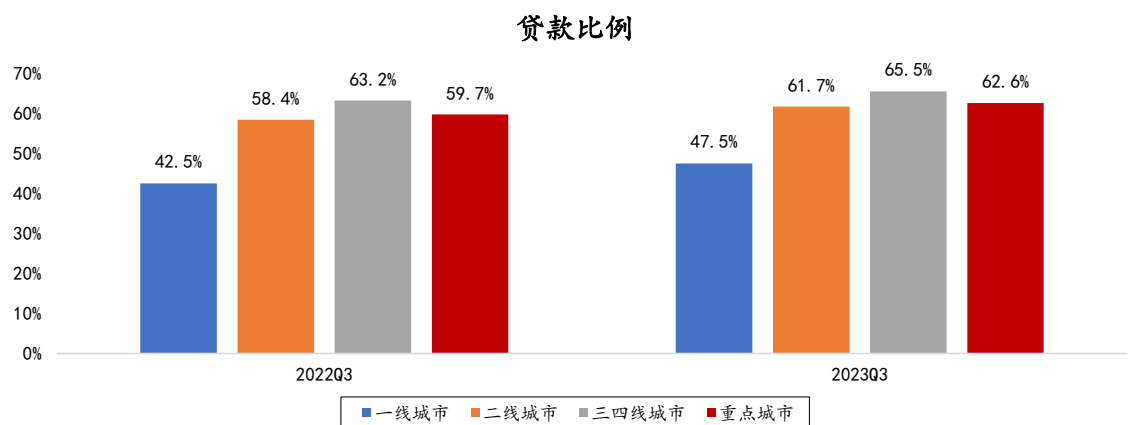
资料来源：国家统计局，中银证券

图表 76. 2022 年定金及预收款/个人按揭贷款为 2.07X，较 2021 年下降了 0.2X；2023 年 1-10 月进一步降至 1.98X



资料来源：国家统计局，中银证券

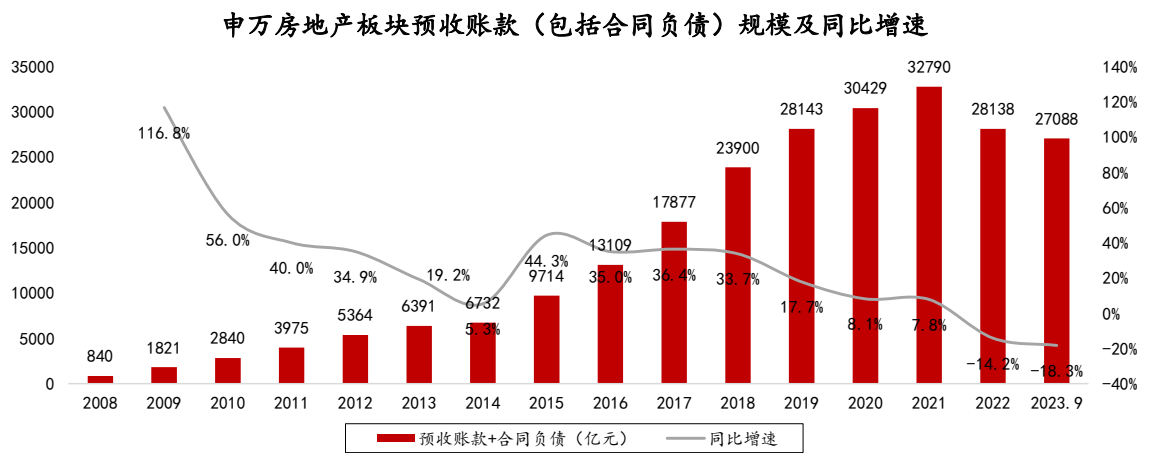
图表 77. 2023 年三季度全国重点城市的商业贷款比例为 62.6%，同比提高 2.9 个百分点，较上季度环比提升 1.4 个百分点



资料来源：贝壳研究院，中银证券

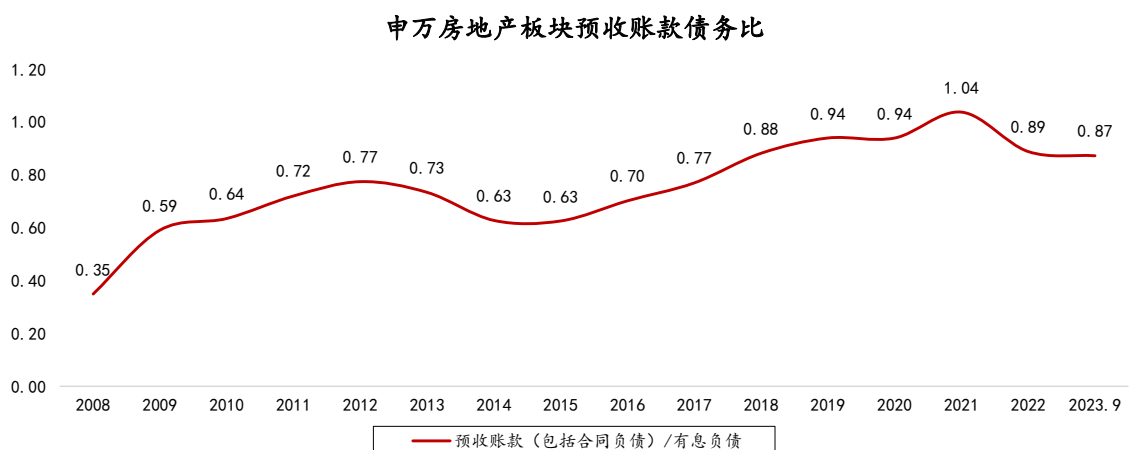
从房企财务指标口径来看，2022 年以来由于销售持续不振，预收账款持续出现双位数负增长。2018-2021 年房企融资政策趋严，尤其是“三条红线”规则下，财务杠杆受到限制，限制了有息负债规模的增长，商品房预售制所形成的预收账款作为最直接、快速的资金来源，在房企经营中的重要性更加凸显，有助于改善房企流动性，可以为房企带来实质性的资金流入。申万房地产板块预收账款（包括合同负债）规模从 2017 年末的 1.79 万亿元，增至 2021 年末的 3.28 万亿元，年复合增速高达 16.4%；预收账款债务比（预收账款/有息负债）从 2017 年末的 0.77X 提升至 2021 年末的 1.04X，历史上首次大于 1X，意味着无息债务高于有息债务，预收账款债务比持续提升，有效地对冲了有息负债需求。但 2022 年以来由于销售持续不振，预收账款规模持续出现双位数负增长。2022 年末申万房地产板块预收账款（包括合同负债）规模降至 2.81 万亿元，同比下降 14.2%，2023 年 9 月末进一步降至 2.71 万亿元，同比下降 18.3%，降幅也有所扩大。2022 年预收账款债务比降至 0.89X，2023 年 9 月末降至 0.87X，回落至 2018 年的水平，预收账款的现金补给作用明显减弱。

图表 78. 2022 年末申万房地产板块预收账款（包括合同负债）规模降至 2.81 万亿元，同比下降 14.2%，2023 年 9 月末进一步降至 2.71 万亿元，同比下降 18.3%



资料来源：万得，中银证券

图表 79. 2022 年预收账款债务比降至 0.89X，2023 年 9 月末降至 0.87X，回落至 2018 年的水平



资料来源：万得，中银证券

### 3.3 REITs：适用范围与房企的业务关联度逐步加强，房企参与意愿明显加大

近两年公募 REITs 为房地产行业开辟了新的融资途径，底层资产类型不断扩容，适用范围也与房企的业务关联度不断加大。2020 年 4 月 30 日证监会、发改委联合发布《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，正式开启我国境内基础设施公募 REITs 试点，其适用范围已经经历了多次扩容。在我国公募 REITs 的推行之初，其适用范围主要聚焦于各类基础设施及产业园等项目，酒店、商场、写字楼、公寓、住宅等房地产项目不属于试点范围。2021 年 6 月首次宣布对保障性租赁住房公募 REITs 开启试点；2023 年 3 月发改委宣布将优先支持百货商场、购物中心等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs，这标志着首次将部分商业地产纳入了公募 REITs 的适用范围。在保障性租赁住房 REITs、消费类公募 REITs 推出之前，公募 REITs 的适用范围集中在交通类、能源类、环保类，这些与大部分房企的业务直接关联并不大，而保租房、商业地产这两类与房企自身业务高度相关的资产类型被纳入 REITs 适用范围后，预计房企未来参与力度将加大，或将对房企的资金形成有效的补充。

图表 80. 基础设施公募 REITs 适用范围经过多次扩容

时间	政策文件	主要内容	公募 REITs 适用范围	地产相关
2020/11/17	证监会 2020 586 号文	聚焦重点行业。优先支持基础设施补短板项目，鼓励新型基础设施项目开展试点	1. 仓储物流项目。 2. 收费公路、铁路、机场、港口项目。 3. 城镇污水处理及资源化利用、固废危废固废处理、大宗固体废物综合利用项目。 4. 城镇供水、供电、供气、供热项目。 5. 数据中心、人工智能、智能计算中心项目。 6. 5G、通信铁塔、物联网、工业互联网、宽带网络、有线电视网络项目。 7. 智能交通、智慧能源、智慧城市项目。	酒店、商场、写字楼、公寓、住宅等房地产项目不属于试点范围。
		鼓励国家战略性新兴产业集群、高科技产业园、特色产业园等开展试点。	项目应满足以下条件： 1. 位于国家发展改革委确定的战略性新兴产业集群，或《中国开发区审核公告目录(2018 年版)》确定的开发区范围内。 2. 业态为研发、创新设计及中试平台，工业厂房，创业孵化器和产业加速器，产业发展服务平台等园区基础设施。 3. 项目用地性质为非商业、非住宅用地。	
2021/6/29	发改委 2021 958 号文	支持能源基础设施开展试点	包括风电、光伏发电、水力发电、天然气发电、生物质发电、核电等清洁能源项目，特高压输电项目，增量配电网、微电网、充电基础设施项目，分布式冷热电项目。	酒店、商场、写字楼、公寓、住宅等房地产项目不属于试点范围。
		支持保障性租赁住房开展试点	包括各直辖市及人口净流入大城市的保障性租赁住房项目。	新增保障性租赁住房
		探索在其他基础设施领域开展试点	1. 具有供水、发电等功能的水利设施； 2. 自然文化遗产、国家AAAAA级旅游景区等具有较好收益的旅游基础设施，其中自然文化遗产以《世界遗产名录》为准。	
2023/3/1	发改委 2023 236 号文	支持消费基础设施建设	优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目，保障基本民生的社区商业项目发行基础设施 REITs。	商场等项目均纳入

资料来源：证监会，发改委，中银证券

公募 REITs 作为一种创新型的融资渠道，累计发行规模已经超过千亿元。截至 2023 年 11 月底，我国已经上市的公募 REITs 产品共有 29 只，首次公开发行规模为 954.5 亿元。在 29 只公募 REITs 中，已经有 4 只完成了首批扩募，净认购金额为 50.6 亿元，算上扩募金额后我国公募 REITs 的总规模就已经突破千亿元。

其中，仅有 2 只产品由房企发行，涉及发行规模仅 32.9 亿元。高速公路、产业园、发电和仓储物流这些领域本身与大多数房企的业务相关度较低，仅博时蛇口产业园 REIT 原始权益人为招商局光明科技园有限公司（招商蛇口），发行规模 20.8 亿元；与房地产业务相关度较高的租赁住房领域中也仅有华润置地发行了 1 只公募 REIT 产品：华夏基金华润有巢 REIT，发行规模 12.1 亿元。其余 REITs 产品均不是房企发行的。

图表 81. 截至 2023 年 11 月末，我国基础设施公募 REITs 发行规模超千亿元

底层资产类型	首次公开发行规模 (亿元)	数量 (只)	扩募发售规模 (亿元)
高速公路	467.2	8	
产业园	168.0	9	28.0
可再生能源发电	156.5	4	
仓储物流	94.3	3	22.7
(保障性) 租赁住房	50.1	4	
污水处理	18.5	1	
总计	954.5	29	50.6

资料来源：万得，中银证券

保租房已经成为我国房地产市场顶层设计中的重要一环，未来随着政策利好持续释放，我国保租房 REITs 有望进一步加速，我们预计未来长租公寓领域发展较好的房企有望更多发行相关产品。目前已经上市的 4 只保租房 REITs 产品红土深圳安居 REIT、中金厦门安居 REIT、华夏北京保障房 REIT、华夏基金华润有巢 REIT，仅华夏基金华润有巢 REIT 是由市场化房企华润置地发起的。上海城投控股（所属行业为房地产开发）发起的保租房 REITs 于 2023 年 11 月 26 日获批，这也是上海国资首单保租房 REITs，为市场上申报规模最大的同类产品。城投保租房 REITs 底层资产是旗下城投宽庭品牌经营的两个保租房项目，分别是江湾社区、光华社区，合计近 3000 套租赁住房。截至 2023 年 9 月末，万科、龙湖集团、旭辉控股、华润置地、朗诗地产、招商蛇口、保利发展旗下集中式长租公寓（含保租房，不含公租房）管理规模较大，均超 4 万间。在长租公寓领域规模较大的房企，未来或可通过纳保（将旗下长租公寓项目纳入保租房）、分拆上市两个步骤发行相关 REITs 产品。

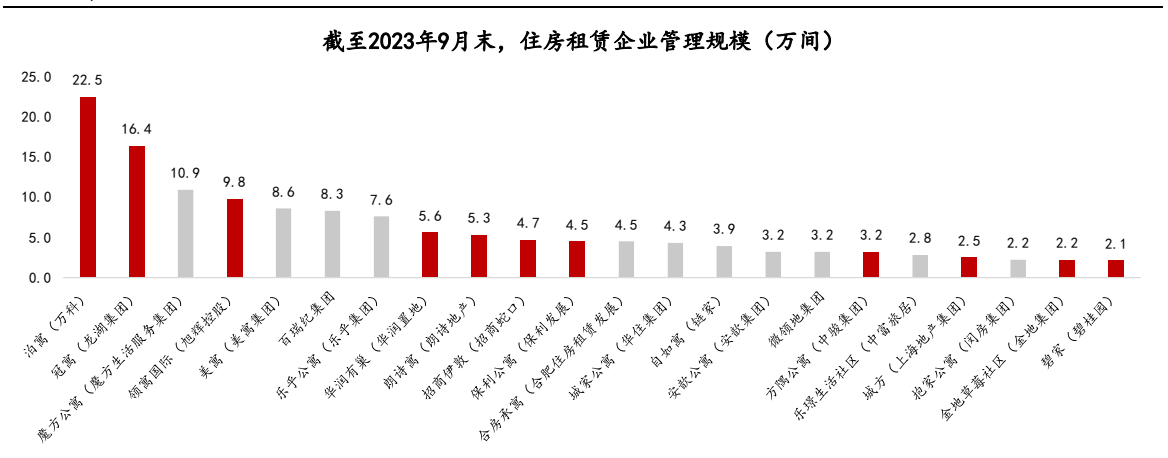
（保障性租赁住房 REITs 研究详见我们此前发布的报告《住房租赁市场缺口较大，保租房 REITs 起航，租赁行业加速步入专业化资管时代》）

图表 82. 保租房 REITs 发行和项目筹备情况梳理

进展	原始权益人	REITs	地点	发行或招标情况
已上市发行	深圳市人才安居集团	红土深圳安居 REIT	深圳	2022 年 8 月 31 日上市
	厦门安居集团	中金厦门安居 REIT	厦门	
	北京保障房中心	华夏北京保障房 REIT	北京	2022 年 12 月 9 日上市
	华润置地	华夏基金华润有巢 REIT	上海	
正式受理	上海城投控股股份有限公司	保障性租赁住房公募 REITs 项目	上海	国君资管城投宽庭保障性租赁住房基础设施资产支持专项计划
已启动发行招标流程，公布中标结果	青岛公共住房建设投资有限公司	青岛房投保障性租赁住房基础设施公募 REITs 项目	青岛	中标人为华夏基金（含联合体中信证券）
	天津泰达人才安居有限公司	天津滨海新区经济技术开发区保租房公募 REITs 项目	天津	中标人为建信基金和建信资本组成的联合体
	临港集团	上海临港科技城 D03-01 地块保障性租赁住房公募 REITs 基金管理服务项目	上海	第一中标候选人人为上海国泰君安证券资产管理有限公司
	北京市昌平保障房建设投资管理有限公司	北京昌平保障房公募 REITs 项目	北京	第一中标候选人人为中航基金
	苏州恒泰控股集团有限公司	苏州恒泰控股旗下的菁英公寓公募 REITs	苏州	中标人为华泰证券
	西安高新区保障房投资建设发展有限公司	西安高新区保障房公募 REITs	西安	第一中标候选人人为平安基金（含联合体平安证券）

资料来源：克而瑞，中银证券

图表 83. 截至 2023 年 9 月末，万科、龙湖、旭辉、华润、朗诗、招蛇、保利旗下租赁住房管理规模较大，超 4 万间



资料来源：中指院，中银证券

数据说明：统计类别为集中式长租公寓（含保租房，不含公租房）。红色为房企旗下租赁企业。



消费类基础设施纳入试点，也将为房企打开新的融资口。2023年10月20日证监会正式宣布公募REITs试点拓展至消费基础设施，仅6天之后华润、万科、金茂及物美集团就在10月26日进行了申报工作，预计发行规模合计127.0亿元。原始权益人除了物美以外，其余三家均为我国头部房企，旗下资产类型丰富，位于一、二线城市的资产较多。华润此次基础设施REIT的相关资产项目为青岛华润万象城，是华润置地体系内的标杆项目；万科的底层资产为杭州西溪印象城，金茂的相关资产为长沙金茂览秀城，是中国金茂打造的首个览秀城产品，也是产品线中的旗舰产品。对房企而言，参与消费基础设施REITs一方面能够有效盘活旗下存量商业项目，打通重资产商业的退出路径，提升购物中心的运营效率；另一方面打通了新的融资渠道。

图表 84. 首批 4 只消费类基础设施公募 REITs 底层资产均较为优异

	华润	印力	金茂	物美
底层资产	青岛万象城	杭州西溪印象城	长沙览秀城	北京大成项目、北京玉蜓桥项目、北京华天项目、北京德胜门项目
商业建面（万平）	30.12	14.41	10.27	2.9、2.48、1.53、0.87
出租率	98.49%	99.20%	98.36%	83.21%、93.84%、90.55%、92.15%
2023 上半年营业收入（亿元）	3.31	1.63	0.58	0.34
2023 上半年净利润（亿元）	0.39	0.80	0.06	0.07
基金拟募集规模（亿元）	69.78	35.77	10.99	10.45
预计 2024 年度分派率	4.73%	4.80%	4.80%	6.40%
预计 2024 年度分派金额（亿元）	3.30	1.72	0.53	0.67

资料来源：中金印力消费REIT、华夏华润商业资产REIT、嘉实物美消费REIT、华夏金茂购物中心REIT募集说明书，中银证券

我们认为，后续商业运营规模较大、拥有优质资产较多的房企更有可能成为消费类基础设施公募REITs的发行人。除了已经申报发行消费类基础设施公募REITs的4家企业之外，还有部分企业也表态过意向发行消费类基础设施REITs，例如龙湖集团、合生创展、百联股份、天虹股份等。1) 由于发行要求相对较高，商业规模较大优质资产较多的企业机会更大。例如华润、新城、龙湖、万科、大悦城等。2) 商业地产资质及资产证券化产品发行经验较高的企业或具备更多机会，可以重点关注已经发行过商业物业资产支持专项计划产品的房企。据我们的不完全统计，截至2023年10月末，至少有25家企业发行过商业物业资产支持专项计划产品，例如保利发展、大悦城、合景泰富、新湖中宝、华润置地、世茂股份等。

图表 85. 典型企业商业地产规模

企业名称	商业地产规模
万达	截至 2022 年末，累计开业 473 座万达广场
新城	截至 2023 年 1 月 25 日，开业及在建的吾悦广场已达到 196 座
万科	截至 2022 年 10 月，印力集团运营管理项目超 150 个
宝龙商业	截至 2022 年末，累计已开业项目超 90 个
华润	截至 2022 年末，在营购物中心 86 座
龙湖	截至 2022 年末，开业超 70 座购物中心
大悦城	截至 2022 年末，在营项目 29 个；其中包括 18 个大悦城购物中心。在建、筹备的项目 17 个。
中骏商管	截至 2022 年末，共开业 10 个中骏世界城

资料来源：公司公告，中银证券

图表 86. 有意向发行消费类基础设施公募 REITs 的企业表态（不完全梳理）

企业	主要内容
龙湖集团	8月18日，龙湖集团首席财务官赵轶在业绩发布会中表示，目前高度关注消费类基础设施公募REITs，期待一两年后具备发行门槛。
合生创展	合生商业罗臻毓在接受采访时强调：“可能会将几个主要商场，如合生汇、合生广场放到REITs。”
百联股份	7月12日，百联股份宣布将“上海又一城”购物中心作为底层资产申报发行REITs，基金暂定名为华安百联消费封闭式基础设施证券投资基金，由华安基金承做。
天虹股份	7月13日，天虹股份发布公告显示，公司正在筹划开展消费基础设施公募REITs的相关工作，拟以下属公司持有的消费基础设施项目申请试点发行公开募集基础设施领域不动产投资信托基金。

资料来源：观点地产网，公司公告，中银证券

图表 87. 已经发行过商业物业资产支持专项计划的房企不完全梳理

发行人	产品全称	发行规模 (亿元)
保利发展	中联天风-保利发展商用物业第一期资产支持专项计划	22.52
	中金公司-保利发展商用物业第二期资产支持专项计划	20.35
保利置业	申万宏源-保利置业-武汉保利广场资产支持专项计划	10.10
华润置地	中信证券-华润置地商业资产支持专项计划 2 期	33.96
	中信证券-华润置地石家庄万象城资产支持专项计划	30.01
	中信证券-华润置地重庆万象城资产支持专项计划	45.01
建发集团	平安-建发商业悦享 1 号资产支持专项计划	10.45
绿地控股	海通-徐汇绿地缤纷城资产支持专项计划	20.01
万达商业	光大保德信-东兴金融-融创南昌万达茂资产支持专项计划	17.90
	中信建投-万达广场长江经济带一期资产支持专项计划	27.00
新城控股	华西证券-新城吾悦商业物业第一期资产支持专项计划	29.47
	平安汇通-新城吾悦商业物业第一期资产支持专项计划	21.37
	东证资管-青浦吾悦广场资产支持专项计划	10.50
	华西-新城吾悦绿色建筑资产支持专项计划	13.16
大悦城	中信建投-沈阳大悦城资产支持专项计划	18.01
合景泰富	华西证券-合景泰富商业物业第一期资产支持专项计划	19.00
华远地产	恒泰弘泽-华远盈都商业资产支持专项计划	7.36
金地集团	平安汇通-武汉金地广场资产支持专项计划	5.27
金科股份	申万菱信-金科昆明爱琴海资产支持专项计划	16.85
龙光集团	招商创融-深惠龙光城资产支持专项计划	6.65
绿地控股	海通-徐汇绿地缤纷城资产支持专项计划	20.01
仁恒置地	仁恒伊势丹商场资产支持专项计划	12.15
瑞安房地 产	瑞安房地产-虹桥天地绿色资产支持专项计划	44.01
新潮中宝	湘财证券-苏州新潮广场资产支持专项计划	10.50
卓越商管	招商财富-卓越青岛大融城信托受益权资产支持专项计划	8.50
	中金-卓越四季酒店资产支持专项计划	17.90
	湘财平安-卓越四季酒店资产支持专项计划	1.77
雅居乐集 团	华西证券-雅居乐国际广场商业物业资产支持专项计划	46.00
融信集团	交银施罗德-世欧商业广场资产支持专项计划	22.00
金辉集团	申万菱信-金辉商业物业资产支持专项计划	17.50
世茂股份	中山证券-济南世茂广场资产支持专项计划	24.50
新世界地 产	中金-新世界云门商业资产支持专项	10.01
宝龙商业	东亚前海-宝龙地产商业一号资产支持专项计划	9.00
印力集团	中金印力-印象 5 号资产支持专项计划	14.25
	中信证券印力-印象 4 号资产支持专项计划	10.58
	南方资本印力-印象 3 号资产支持专项计划	15.79
合计		669.42

资料来源：万得，中银证券

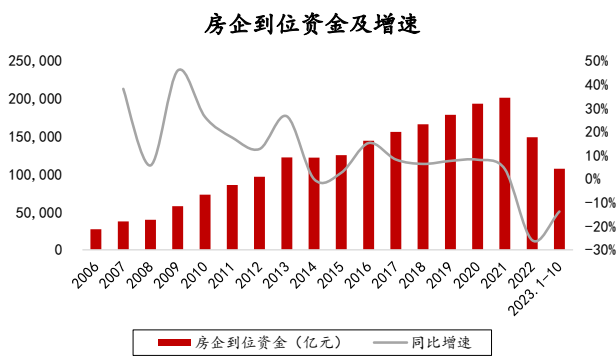
## 4 房地产行业和企业能否度过“寒冬”？

### 4.1 行业到位资金压力仍然较大；2023 年前三季度债券融资大幅减弱

从行业整体来看，当前房企到位资金压力较大，应付款项也较多。

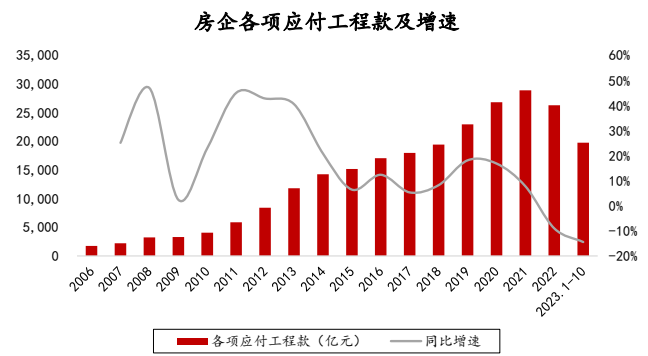
1) 从统计局口径来看：2022 年、2023 年 1-10 月房企到位资金分别为 14.9、10.7 万亿元，同比分别下降 25.9%、13.8%，持续出现双位数负增长，2022 年全年到位资金的规模已经回落到 2016 年的水平。另外，2022 年、2023 年 1-10 月各项应付款分别为 4.67、3.57 万亿元，同比分别下降 9.8%、11.8%；其中应付工程款 2022 年、2023 年 1-10 月分别为 2.63、1.97 万亿元，同比分别下降 9.1%、14.5%。

图表 88. 2022 年、2023 年 1-10 月房企到位资金同比分别下降 25.9%、13.8%，持续出现双位数负增长



资料来源：国家统计局，中银证券

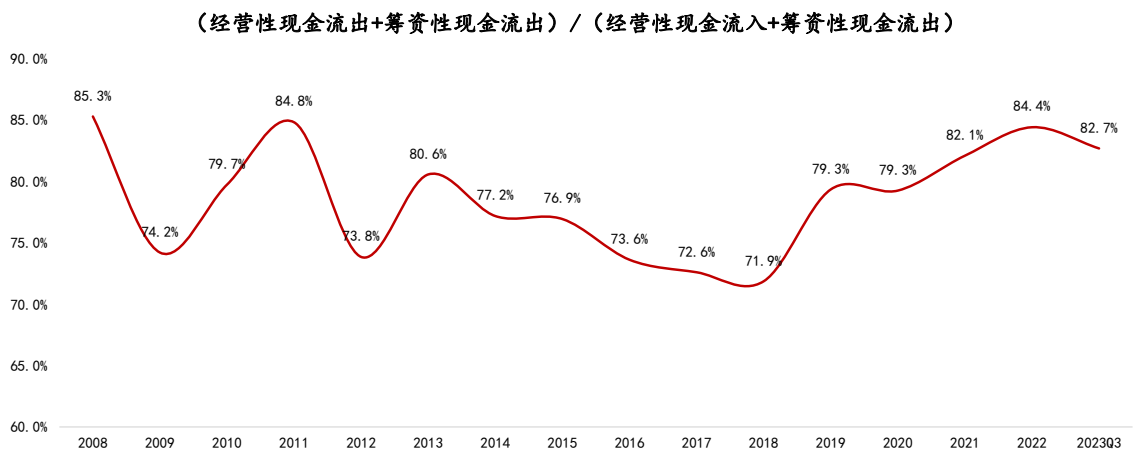
图表 89. 2022 年、2023 年 1-10 月应付工程款分别为 2.63、1.97 万亿元，同比分别下降 9.1%、14.5%



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

2) 从房企财报口径来看：2022 年 A 股申万地产板块（经营性现金流出+筹资性现金流出）/（经营性现金流入+筹资性现金流出），为 84.4%，同比提升 2.3 个百分点，2023 年前三季度小幅回落至 82.7%，但仍处于历史高位。主要原因是融资及销售回款降幅较大，其中，2022 年取得借款收到的现金同比下降 17.4%，销售商品、提供劳务收到的现金同比下降 29.8%；2023 年前三季度债券融资大幅减少，发行债券收到的现金同比大幅下降 34.6%。

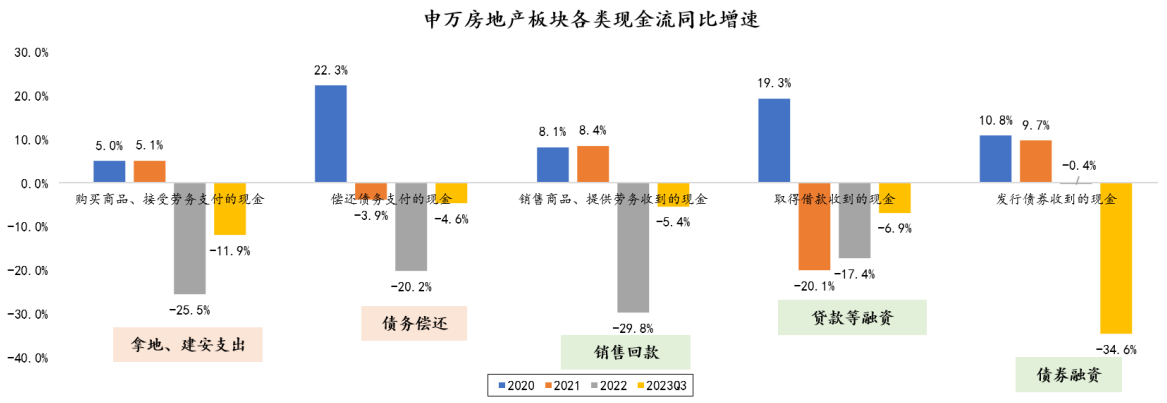
图表 90. 2022 年申万地产板块（经营性现金流出+筹资性现金流出）/（经营性现金流入+筹资性现金流出）为 84.4%



资料来源：国家统计局，中银证券

数据说明： $(\text{经营性现金流出} + \text{筹资性现金流出}) / (\text{经营性现金流入} + \text{筹资性现金流出}) = (\text{购买商品、接受劳务支付的现金} + \text{偿还债务支付的现金}) / (\text{销售商品、提供劳务收到的现金} + \text{取得借款收到的现金} + \text{发行债券收到的现金} + \text{等流入的现金})$

图表 91. 2022 年贷款等融资及销售回款降幅相对较大，2023 年前三季度债券融资大幅减弱



资料来源：国家统计局，中银证券

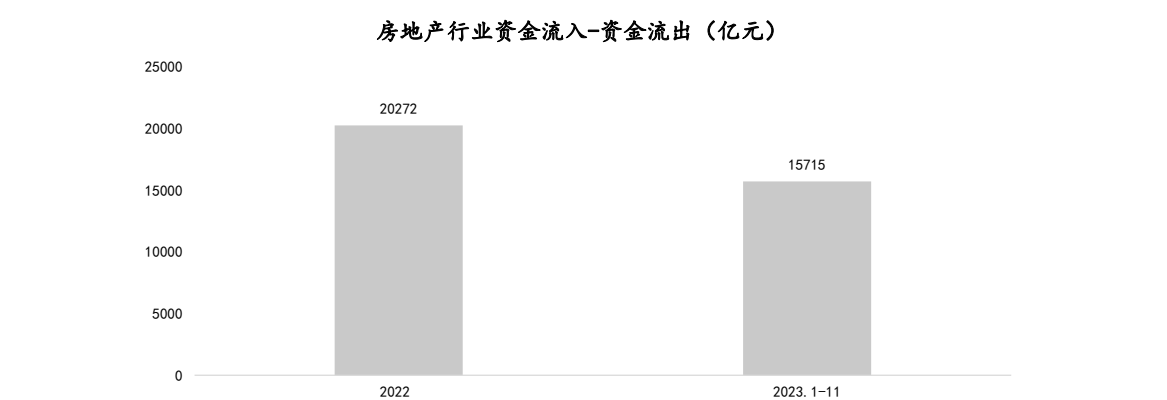
## 4.2 若延续当前的销售回款与融资状态，不考虑拿地支出的情况下，2024 年行业整体资金流入仍能覆盖流出

根据我们的测算，虽然行业销售持续走弱、融资持续不振，但目前行业资金流入仍能覆盖刚性的资金流出。但若考虑拿地支出，则将出现一定资金缺口。我们对行业整体的资金缺口、销售压力红线进行了相关测算，得到以下结论：

1) 行业资金压力虽然较大，但 2023 年 1-11 月行业整体的资金流入还是能完全覆盖刚性的资金流出。首先我们分别测算刚性资金流入和流出的规模。资金流入=2023 年 1-11 月销售回款+国内外债券发行规模；资金流出=2023 年 1-11 月国内外债券到期规模+应付工程款+期间费用+销项税费。由此计算，2023 年 1-11 月房地产行业资金净流入为 1.6 万亿元。不过若是考虑房企拿地的支出，行业现金流确实存在缺口。2023 年 1-11 月全国（300 城土地成交总价）为 3.1 万亿元，由于拿地可以分期付款，若按 2 年计算，我们假设 50% 计入当期现金流出，现金流出现约 19 亿元的缺口。

其中：销售回款（房企到位资金中的房款部分）与应付工程款为统计局口径。国内外债券发行规模与到期规模为万得口径。期间费用=108 家房企销售口径三费率均值（10%）\*全国商品房销售金额。销项税费约=9%的税率\*全国商品房销售金额。拿地支出为万得全国（300 城）土地成交总价。

图表 92. 2023 年 1-11 月房地产行业资金流入减去资金流出为 1.6 万亿元，现金流入仍然能覆盖刚性的现金流出

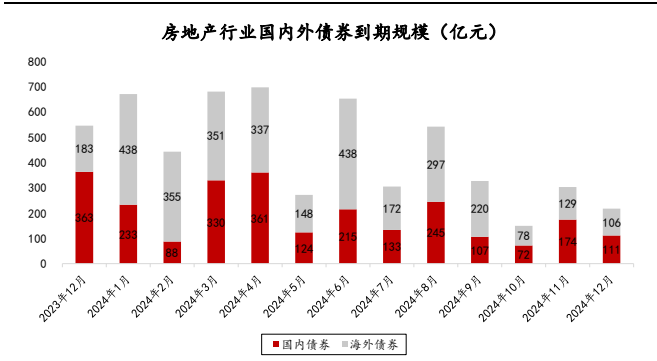


资料来源：国家统计局，中银证券

数据说明：资金流入=销售回款（房款）+国内外债券发行规模；资金流出=国内外债券到期规模+应付工程款+期间费用+销项税费

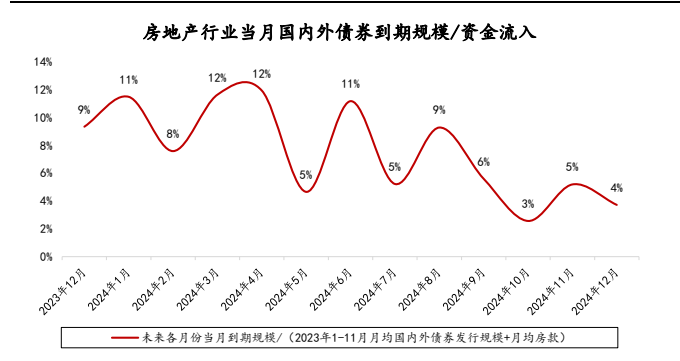
2) 从未来到期债券压力来看, 2024年1、3、4、6月行业仍面临国内外债券到期小高峰, 明年上半年压力大于下半年。2023年1-11月房地产行业国内外债券发行规模合计4845亿元, 其中国内债券3939亿元, 海外债券906亿元, 月均国内外债券发行规模约为440亿元。未来2024年1、3、4、6月将面临国内外债券到期小高峰, 到期规模分别为671、680、697、653亿元。假设到明年行业整体融资和销售回款情况维持今年1-11月的情况。我们用未来各月份当月到期规模/(2023年1-11月月均国内外债券发行规模+月均房款)作为衡量纯债务到期压力的指标, 2024年上半年均值10%, 到期压力大于下半年(均值5%)。

图表 93. 2024年1、3、4、6月行业仍面临国内外债券到期小高峰



资料来源: 万得, 中银证券

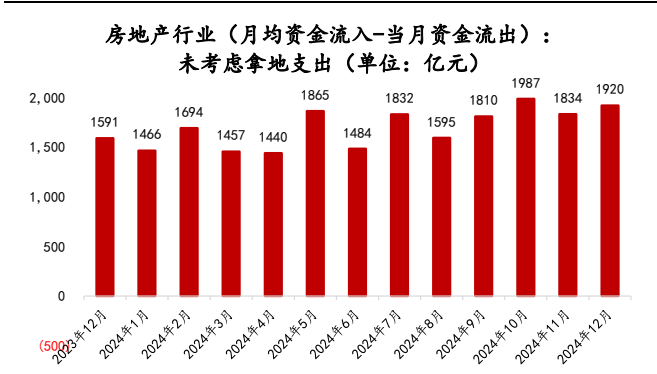
图表 94. 未来各月份当月到期规模/(2023年1-11月月均国内外债券发行规模+月均房款) 2024年上半年均值10%, 债务到期压力大于下半年(均值5%)



资料来源: 万得, 中银证券

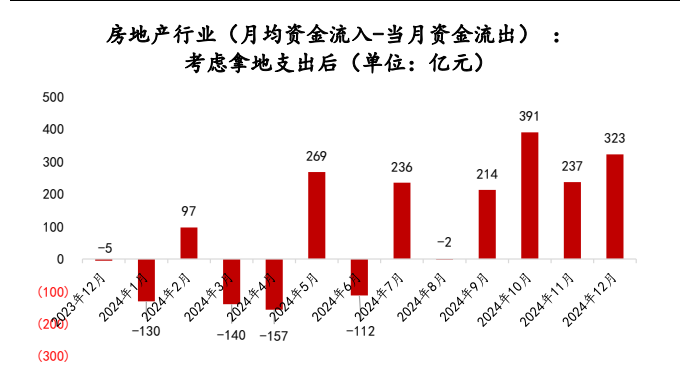
3) 从未来整体现金流压力测试来看, 若延续当前的销售回款与融资状态, 不考虑拿地支出, 那么未来一年内, 行业的当月资金流出都将小于月均资金流入。我们以(2023年1-11月月均销售回款+月均融资额)作为月均资金流入, (未来各月份当月行业国内外债券到期规模+2023年1-11月月均应付工程款+月均期间费用+月均销项税费)作为未来各月的刚性资金流出。a) 在不考虑拿地的情况下, 未来一年内, 房地产行业月均资金流入始终大于当月资金流出, 整体行业并无明显的现金流压力。2024年全年有2.04万亿元的资金净流入。b) 在考虑拿地的情况下, 个别月份将出现资金流出大于流入的情况。我们假设2023年全年全国土地成交总价同比增速延续1-11月的-25%, 全年全国土地成交总价预计为3.83万亿元, 假设2024年保持2023年的成交规模, 且考虑分期付款, 以50%计入当期拿地支出, 预计2024年月均拿地支出为1596亿元。2024年全年资金净流入1226亿元, 但在1、3、4、6、8月这几个月的债券到期压力较大, 将出现净流出情况。上半年净流出173亿元, 下半年净流入1399亿元。综上, 我们认为整体行业明年上半年现金流压力较大, 但全年现金流压力不大。

图表 95. 在不考虑拿地的情况下, 2024年全年有2.04万亿元的资金流入



资料来源: 万得, 中银证券

图表 96. 在考虑拿地的情况下, 2024年全年资金净流入1226亿元, 其中上半年净流出173亿元, 下半年净流入1399亿元



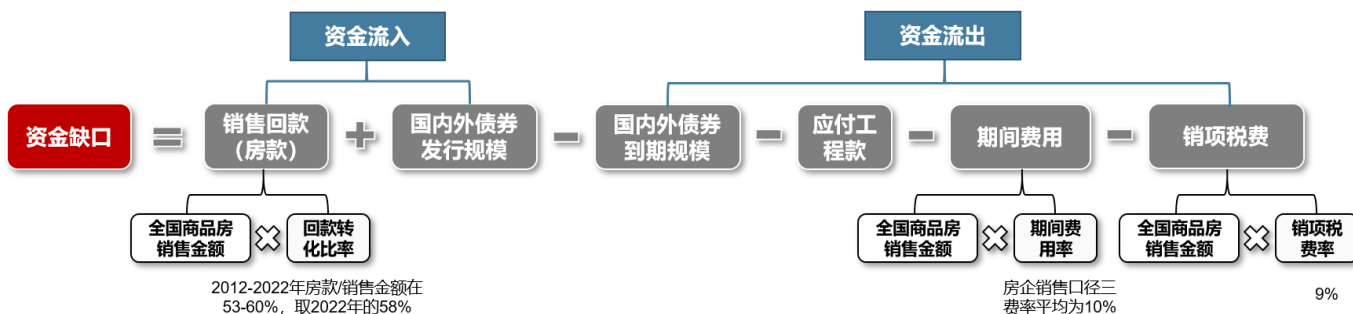
资料来源: 万得, 中银证券



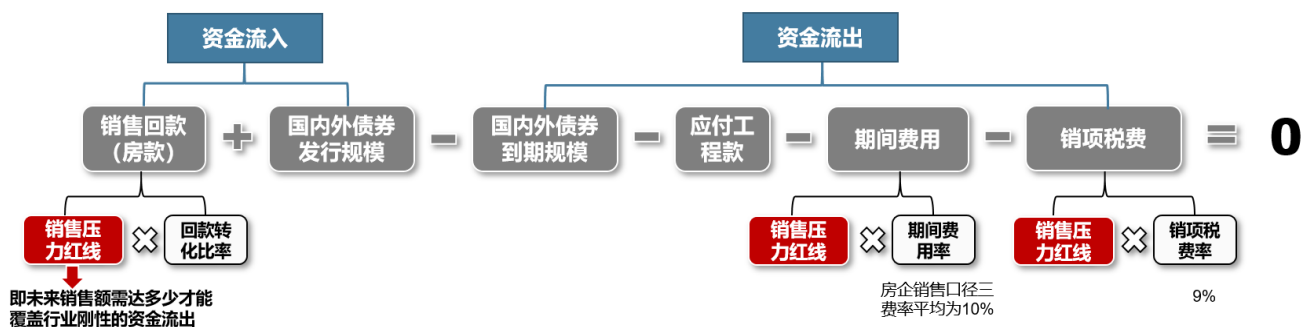
4) 另外，我们测算了 2023 年、2024 年全年的销售压力红线（即未来销售额需达多少才能覆盖行业刚性的资金流出）。由于 2022 年房款/当年销售额的比重为 58%，我们沿用这一比例，期间费用率、销项税费率同样沿用销售额的 10%、9%。我们假设，2023 年全年国内外债券发行规模、应付工程款同比降幅与 1-11 月持平（分别为-12%、-15%），并假设 2024 年以上两项与 2023 年持平。由此计算，2023、2024 年全国商品房销售金额的压力红线分别为 6.51、5.72 万亿元，小于我们在第一章节中对于 2023、2024 年全国商品房销售金额的预测数值（分别为 11.55、10.67 万亿元）。但若考虑拿地支出（假设 2023 年全年全国土地成交总价降幅与 1-11 月持平，2024 年土地成交总价与 2023 年持平，考虑到分期付款，以 50% 计入当期资金流出），那么销售需要达到 11.38、10.60 万亿元，略低于我们对于全国商品房销售金额的预测。因此，理论上，行业销售规模虽然仍在下降，并未跌破压力红线，但也已经十分接近红线，紧迫性较强。

图表 97. 行业销售压力红线测算方法

### 1. 计算资金缺口：

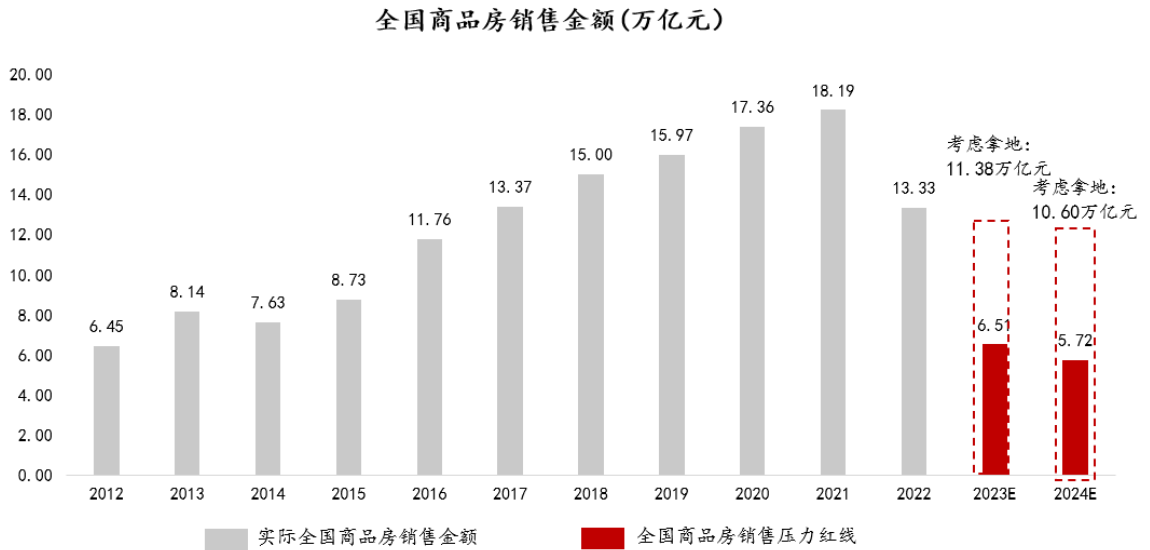


### 2. 测算销售压力红线



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

图表 98. 2023、2024 年全国商品房销售金额必须超过 6.51、5.72 万亿元，整体行业的资金流入才能覆盖刚性的资金流出，假若考虑拿地支出，则销售需要达到 11.38、10.60 万亿元



资料来源：国家统计局，万得，中银证券

### 4.3 房企现金流压力测试：房企寒冬尚未过去，民企资金缺口较大

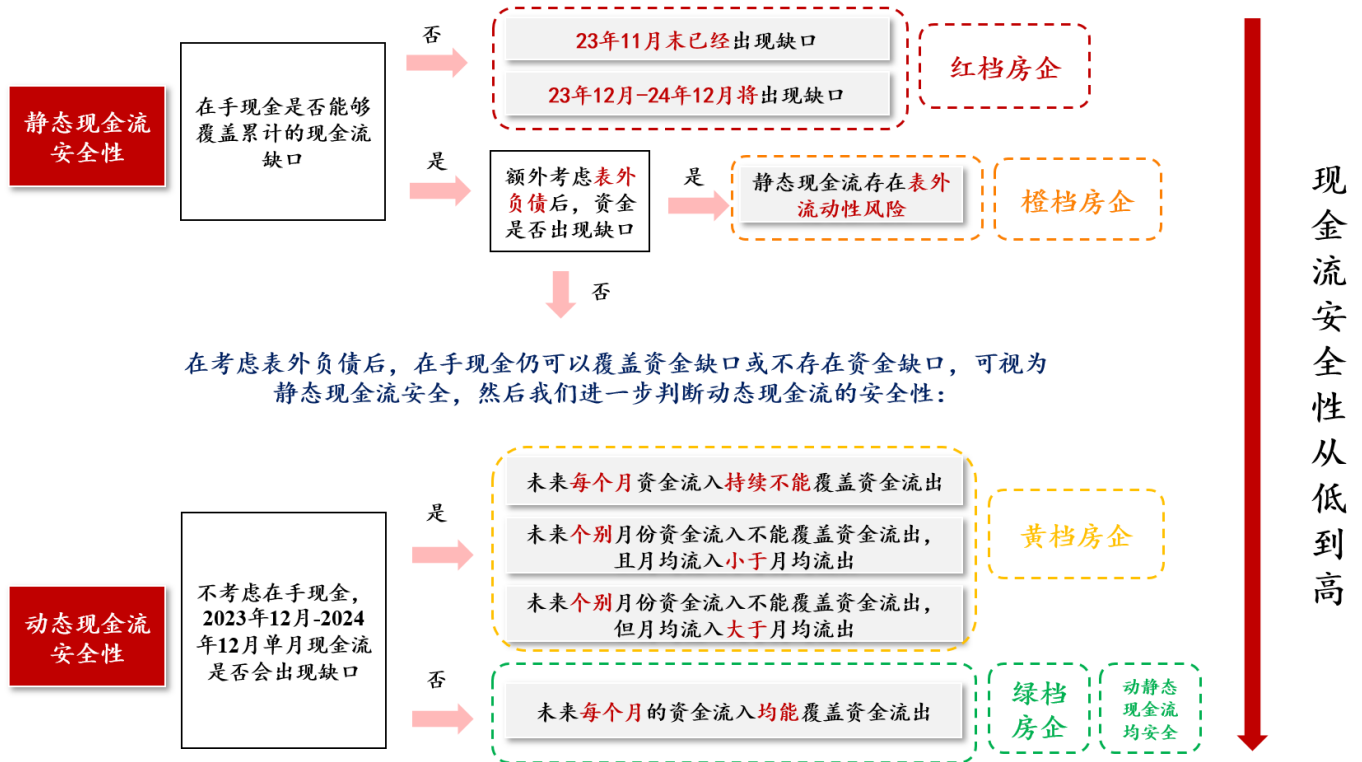
上文我们从整体行业的现金流压力来看，风险相对可控，但若自下而上，从具体房企情况来看，我们认为，房企寒冬尚未过去，行业大浪淘沙中，部分房企有着显著的现金流压力。我们统计梳理并测算了 A 股加港股合计 108 家仍然以地产开发为主业的房企的现金流情况（其中民营房企 50 家、混合所有制房企 7 家、港资企业 6 家、地方国有企业 32 家、中央国有企业 13 家）（完整名单见附录）。

根据我们的分析与测算，可以得到以下结论：

- 房企债券到期压力测试：**从债券到期规模来看，2024 年底以前半数的到期债券集中在民企，而央企债券到期压力相对较小。不过，96%的房企月均权益销售额加月均国内外债券发行规模能够完全覆盖月均到期债券。
- 房企销售压力红线测试：**民企 2023、2024 年销售需要超出 2022 年销售约一倍以上，当年的资金流入才可以覆盖资金流出；混合所有制房企 2023、2024 年销售需要超出 2022 年销售 15% 以上；央企企基本无销售压力。总体来说，**58%的房企 2023、2024 年基本无销售压力**。45 家销售面临压力的企业中，出现压力的原因包括：52%的房企是因为应付款规模较大，不过由于我们的统计口径为全部应付款，实际一年内到期的体量会少于该数值；52%的房企是因为期间费用较高；59%的房企是因为当年的债券到期压力相对较大；74%的房企融资量较少。
- 房企现金流压力测试：**我们结合动静态现金流来综合判断房企的现金流安全性，**28%的房企动静态现金流都较为安全**。**a) 静态现金流安全程度：**我们依据在手现金能否覆盖累计的现金流缺口来判断房企静态现金流的安全性（即是否有可能出现流动性风险）。当在手现金已经无法或将要无法覆盖资金缺口，即意味着房企存在静态流动性风险。根据我们的测算，共有 41 家房企（占比 38%）存在风险。在额外考虑表外负债的情况后，另有 12 家房企（占比 11%）出现了资金缺口。其余 51%的房企在考虑表外负债后，在手现金仍可以覆盖资金缺口或不存在资金缺口，可视为静态现金流安全。**b) 动态现金流安全程度：**在此基础上，我们可以将动态现金流情况（即不考虑在手现金的情况下，2023 年 12 月-2024 年 12 月单月现金流是否会出现缺口）按照风险程度分为四类，从高到低：1) 未来每个月资金流入持续不能覆盖资金流出（有 10 家，占比 9%）。2) 未来个别月份资金流入不能覆盖资金流出，且整体月均流入小于月均流出（有 3 家，占比 3%）。这类房企通常流入规模不大但个别月份的缺口又特别大。3) 未来个别月份资金流入不能覆盖资金流出，但整体月均流入大于月均流出（有 12 家，占比 11%）。这类房企主要是在债务到期压力较大的个别月份会存在单月的资金缺口，但其他月份的资金盈余可以动态补偿。4) 不存在资金缺口，未来每个月的资金流入均大于资金流出（有 30 家，占比 28%），这类房企的静态现金流也是安全的。

说明：我们对房企的现金流压力测算，只考虑了公开债券的到期与发行，未考虑银行借款、信托等其他融资渠道的融资规模与到期规模，也未考虑拿地支出，所以得出的结论可能存在一定偏差，仅作为辅助判断工具。其中在我们测算出来安全的房企并不一定代表绝对安全，有一定安全风险的房企也并非表示一定会暴雷或者出现实质的流动性风险，仍需要观察未来一年的实际经营情况。我们仅根据债券和经营性支出来做底线思维的判断，仅供参考。

图表 99. 房企动静态现金流安全性测试框架



资料来源：中银证券

图表 100. 房企现金流压力测试核心结论

房企债券到期压力测试	<ul style="list-style-type: none"> <li>2024 年底以前半数的到期债券集中在民企，央企到期债券压力相对较小。</li> <li>96%的房企月均权益销售额与国内外债券发行规模均能完全覆盖月均到期债券。</li> </ul>
房企销售压力测试	<ul style="list-style-type: none"> <li>民企 2023、2024 年销售需要超出 2022 年销售约一倍以上，当年的资金流入才可以覆盖资金流出；混合所有制房企需要超出 2022 年销售 15% 以上。</li> <li>销售面临压力的原因：52%的房企是因为应付款规模较大；52%的房企因期间费用较高；59%的房企因当年债券到期压力较大；74%的房企融资较少。</li> </ul>
房企现金流压力测试	<ul style="list-style-type: none"> <li>38%的房企在手现金已经无法或将要无法覆盖资金缺口，静态现金流不安全。在额外考虑表外负债的情况下，另有 12 家房企（占比 11%）也出现了资金缺口。</li> <li>23%的房企静态现金流安全、但动态不安全，即 2023 年 12 月-2024 年 12 月每个月或个别月份资金流入存在不能覆盖资金流出的情况，需要注意可能的流动性风险。</li> <li>28%的房企动静态现金流都安全，多为央国企和优质民企。</li> </ul>

资料来源：中银证券

我们认为，综合来看，房企生存能力方面，央企>地方国企>港资企业>混合所有制房企>民企，在各类公司属性中，重仓一二线、区域深耕型、产品力优秀的房企或有更大概率生存。同时，部分规模较大的房企，流动性风险也可能较大，一方面是因为过去快速发展期加的杠杆较高，另一方面，经营性现金流支出相对较多，回款却在市场大环境下越来越差，容易出现资金压力，反而部分规模没有那么大的房企，可以灵活调整自己的成本开支，或没有发行公开债券，现金流相对安全。

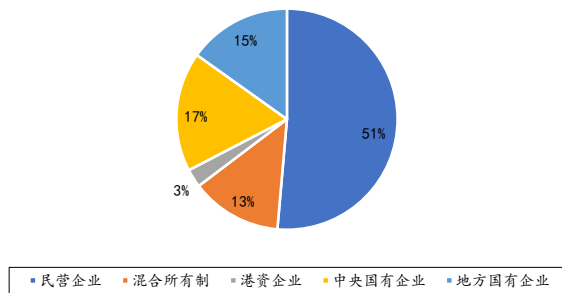
房企寒冬尚未过去，部分房企明显有现金流压力，但主要是两方面原因，部分是因为经营性现金流流出较多，部分是因为到期债券规模较大。我们认为，针对不同的原因，房企可以采取不同的方式缓解压力。对于经营性现金流吃紧的房企，应当以经营为导向，量入为出，合理维持项目现金流盈亏平衡点，减少应付工程款，同时降本降费降支出，也可以通过组织架构调整，对已布局的区域进行战略聚焦和收缩；对于到期债务规模较大，融资性现金流较差的房企来说，加快销售回款是当下最重要的。另外，无论哪一个原因，如果明年的融资环境有实质性的改善，都将有利于房企的生存。

### 4.3.1 房企债券到期压力测试：半数到期债券集中在民企，央企到期压力相对较小

从国内外债券到期规模来看，半数债券集中在民企。108家房企2023年12月至2024年年末合计国内外债券到期规模为4295亿元，平均每家的到期规模在40亿元。从总量来看，51%（2207亿元）来源于民营房企，13%（571亿元）来源于混合所有制房企，3%（115亿元）来源于港资企业，17%（751亿元）来源于中央国有企业，15%（650亿元）来源于地方国有企业。由于所选取的样本中，各类型的企业数量不同，我们从平均单个房企的到期规模来看，民企为44亿元，混合所有制82亿元，港资企业19亿元，中央国有企业58亿元，地方国有企业20亿元，港资企业和地方国企平均的债务相对较少，混合所有制相对最多。

图表 101. 从总量来看，51%来源于民营房企，13%来源于混合所有制房企，3%来源于港资企业，17%来源于中央国有企业，15%来源于地方国有企业

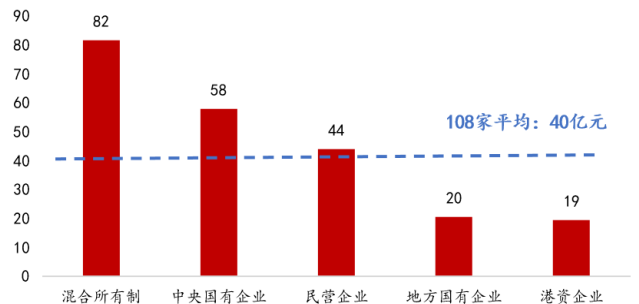
2023年12月-2024年年末到期国内外债券规模占比



资料来源：万得，中银证券

图表 102. 从平均单个房企的到期规模来看，港资企业和地方国企平均的债务相对较少，混合所有制相对最多

平均单个企业2023年12-2024年年末到期债券规模（亿元）



资料来源：万得，中银证券

从月份走势来看，2024年108家房企债券到期规模相对较大的月份是3、4、6月，当月的到期规模均超过450亿元。于民企而言，2024年2、4、6月的到期偿还压力相对较大，当月的到期规模均超过250亿元；混合所有制则是在1、3月，央企在2、5、11月，地方国企6月到期规模相对较大，均超过100亿元；港资企业在2、8月的到期规模超过30亿元。

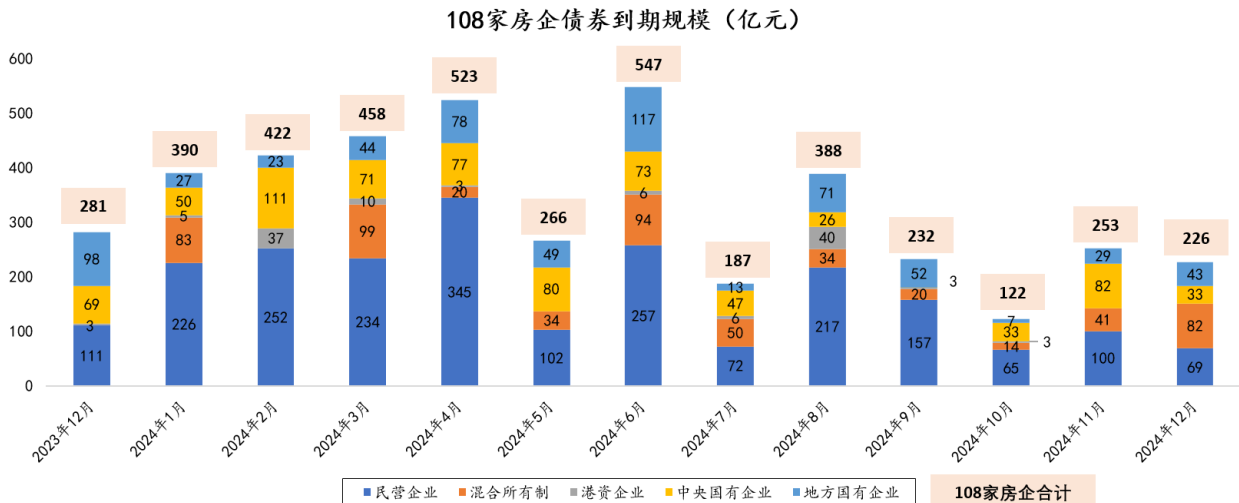
图表 103. 2024年108家房企债券到期规模相对较大的月份是3、4、6月，当月的到期规模均超过450亿元

公司属性	2023年12月-2024年合计	23年12月	24年1月	24年2月	24年3月	24年4月	24年5月	24年6月	24年7月	24年8月	24年9月	24年10月	24年11月	24年12月
民营企业	2207	111	226	252	234	345	102	257	72	217	157	65	100	69
混合所有制	571	0	83	0	99	20	34	94	50	34	20	14	41	82
港资企业	115	3	5	37	10	3	0	6	6	40	3	3	0	0
中央国有企业	751	69	50	111	71	77	80	73	47	26	0	33	82	33
地方国有企业	650	98	27	23	44	78	49	117	13	71	52	7	29	43
合计	4295	281	390	422	458	523	266	547	187	388	232	122	253	226

资料来源：公司公告，中银证券

数据说明：单位亿元。标红为债券到期规模相对较大的月份。

图表 104. 2024 年 108 家房企债券到期规模相对较大的月份是 3、4、6 月，当月的到期规模均超过 450 亿元



资料来源：公司公告，中银证券

从月债券到期规模/月资金流入来看，央企的债券到期压力相对最小。我们跟踪的 108 家房企 2023 年 12 月-2024 年 12 月月均债券到期规模/（2023 年 1-11 月均权益销售金额+月均债券发行规模）为 10%，民企和港资企业相对更高，分别为 18%、17%，混合所有制 8%，央企 5%，地方国企 9%。

图表 105. 108 家房企月均债券到期规模/（月均权益销售金额+月均债券发行规模）为 10%，港资企业和民企相对更高

单位：亿元	月均融资额	月均权益销售金额	月均债券到期规模	月均债券到期规模/月均流入
民营企业	62	878	170	18%
混合所有制	17	529	44	8%
港资企业	9	43	9	17%
中央国有企业	92	1062	58	5%
地方国有企业	101	426	50	9%
合计	281	2938	330	10%

资料来源：公司公告，中指院，克而瑞，中银证券

具体来看，1) 2023 年 12 月-2024 年 12 月到期债券总规模方面，华润、恒大、融创、合景泰富、佳兆业、万科、金地、珠江较大，均超过 150 亿元。其中 2024 年单月到期规模超过 50 亿元的有：华润 2 月，恒大 1、3 月，融创 4 月，合景泰富 1 月，佳兆业 6 月，碧桂园 1 月，世茂 2 月。

2) 当月债务到期规模/月均流入方面，超过九成的房企月均权益销售额与月均债券发行规模均能完全覆盖月均到期债券。我们跟踪的 108 家房企未来月均债券到期规模/（月均权益销售金额+月均债券发行规模）大于 1 的仅 4 家：上实发展 550%、当代置业 234%、华远地产 230%、九龙仓置业 212%；剩余 96% 的房企月均权益销售额与月均债券发行规模均能完全覆盖月均到期债券规模。

除了上述 4 家房企外，另有 43 家房企（占比 40%）在债券到期规模较大的月份，2024 年部分月份的当月可能会出现暂时性的资金流入不足以覆盖到期债券规模的情况。



图表 106. 2023 年 12 月-2024 年年末债券到期规模较高的房企为华润、恒大、融创、合景泰富、佳兆业、万科、金地、珠江，均超过 150 亿元

序号	公司名称	公司属性	2023年12月-2024年国内外债券到期规模 (亿元)													
			2023年12月-2024年合计	2023年12月	2024年1月	2024年2月	2024年3月	2024年4月	2024年5月	2024年6月	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月	2024年12月
1	华润置地	中央国有企业	211	0	10	85	25	0	30	0	20	21	0	0	0	20
2	中国恒大	民营企业	192	0	71	0	71	50	0	0	0	0	0	0	0	0
3	融创中国	民营企业	177	0	0	46	0	67	0	0	0	36	0	28	0	0
4	合景泰富集团	民营企业	168	0	57	0	21	0	0	0	0	45	0	0	45	0
5	佳兆业集团	民营企业	164	0	0	0	5	0	0	159	0	0	0	0	0	0
6	万科A	混合所有制	162	0	20	0	45	20	14	43	0	0	20	0	0	0
7	金地集团	混合所有制	155	0	15	0	41	0	20	15	0	34	0	0	15	15
8	珠江股份	地方国有企业	151	58	0	0	0	12	37	29	0	15	0	0	0	0
9	中国海外发展	中央国有企业	145	15	30	0	0	0	50	20	0	0	0	0	17	13
10	招商蛇口	中央国有企业	135	16	0	26	21	7	0	35	15	0	0	0	15	0
11	碧桂园	民营企业	129	8	71	0	0	47	0	0	0	0	0	1	0	2
12	绿地控股	混合所有制	116	0	18	0	0	0	0	36	0	0	0	0	26	36
13	保利发展	中央国有企业	110	25	0	0	25	25	0	0	0	5	0	0	30	0
14	远洋集团	混合所有制	93	0	30	0	13	0	0	0	50	0	0	0	0	0
15	富力地产	民营企业	92	0	0	27	0	10	0	0	32	0	23	0	0	0
16	华远地产	地方国有企业	84	0	15	0	15	0	3	41	0	10	0	0	0	0
17	旭辉控股集团	民营企业	77	0	0	0	40	1	0	0	1	0	0	0	36	0
18	陆家嘴	地方国有企业	75	0	0	0	28	0	7	0	0	0	40	0	0	0
19	中骏集团控股	民营企业	73	0	0	0	0	36	0	0	5	0	32	0	0	0
20	禹洲集团	民营企业	72	0	0	36	0	0	0	0	0	0	0	36	0	0
21	世茂集团	民营企业	71	0	0	71	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
22	中国金茂	中央国有企业	68	0	0	0	0	30	0	18	0	0	0	20	0	0
23	滨江集团	民营企业	61	0	0	10	18	6	0	0	9	9	0	0	8	0
24	新城控股	民营企业	60	0	0	0	0	2	7	0	0	18	0	0	0	32
25	正荣地产	民营企业	59	0	0	0	14	21	0	0	0	0	24	0	0	0
26	建业地产	民营企业	57	0	0	0	0	0	21	0	14	21	0	0	0	0
27	九龙仓置业	民营企业	56	0	0	14	0	10	5	6	0	0	21	0	0	0
28	宝龙地产	民营企业	56	0	19	0	0	0	0	0	1	36	0	0	0	0
29	当代置业	民营企业	53	12	0	0	15	0	0	0	0	0	0	0	0	26
30	城建发展	地方国有企业	52	10	7	0	0	0	11	0	1	0	19	0	0	4
31	金科股份	民营企业	52	0	0	0	0	0	33	0	10	9	0	0	0	0
32	天健集团	地方国有企业	51	0	0	15	0	0	0	0	0	11	0	0	0	25

资料来源：万得，中银证券

数据说明：仅显示国内外债券到期规模超过 50 亿元的 32 家房企，另有 46 家房企到期规模在 0-50 亿元，30 家房企 2023 年 12 月-2024 年年末无债券到期。

图表 107. 96%的房企月均权益销售额与月均债券发行规模均能完全覆盖月均到期债券规模

序号	公司名称	公司属性	当月债券到期规模/ (月均权益销售金额+月均债券发行规模)													
			月均	2023年12月	2024年1月	2024年2月	2024年3月	2024年4月	2024年5月	2024年6月	2024年7月	2024年8月	2024年9月	2024年10月	2024年11月	2024年12月
1	上实发展	地方国有企业	550%	0%	0%	0%	0%	7146%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2	当代置业	民营企业	234%	689%	0%	0%	861%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1493%
3	华远地产	地方国有企业	230%	0%	534%	4%	534%	0%	107%	1460%	0%	356%	0%	0%	0%	0%
4	九龙仓置业	民营企业	212%	0%	0%	687%	0%	511%	226%	275%	0%	0%	1060%	0%	0%	0%
5	瑞安房地产	外资企业	93%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1214%	0%	0%	0%	0%
6	合景泰富集团	民营企业	90%	0%	395%	0%	149%	0%	0%	0%	0%	316%	0%	0%	311%	0%
7	花样年控股	民营企业	83%	0%	0%	0%	604%	0%	0%	478%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
8	渝开发	地方国有企业	83%	0%	0%	0%	0%	0%	8%	0%	1080%	0%	0%	0%	0%	0%
9	富力地产	民营企业	78%	0%	0%	294%	0%	110%	0%	0%	353%	0%	255%	0%	0%	0%
10	新湖中宝	民营企业	78%	0%	0%	0%	0%	1%	0%	0%	1%	313%	695%	1%	0%	0%
11	佳兆业集团	民营企业	72%	0%	0%	0%	29%	0%	0%	912%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
12	正荣地产	民营企业	59%	0%	0%	0%	185%	268%	0%	0%	0%	0%	314%	0%	0%	0%
13	禹洲集团	民营企业	58%	0%	0%	379%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	379%	0%	0%
14	珠江股份	地方国有企业	49%	243%	0%	0%	0%	50%	155%	121%	0%	63%	0%	0%	0%	0%
15	栖霞建设	地方国有企业	47%	89%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	264%	0%	0%	125%	131%
16	中国奥园	民营企业	45%	0%	0%	410%	0%	0%	0%	178%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
17	融创中国	民营企业	40%	343%	3%	0%	0%	1%	0%	0%	1%	165%	0%	1%	0%	0%
18	港龙中国地产	民营企业	38%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	494%	0%
19	陆家嘴	地方国有企业	37%	0%	0%	0%	177%	0%	44%	0%	0%	0%	253%	0%	0%	0%
20	建业地产	民营企业	35%	0%	0%	0%	0%	0%	169%	0%	113%	169%	0%	0%	0%	0%
21	融创中国	民营企业	34%	0%	0%	116%	0%	169%	0%	0%	0%	90%	0%	72%	0%	0%
22	中华企业	地方国有企业	34%	1%	0%	0%	1%	0%	292%	2%	0%	0%	0%	1%	141%	0%
23	金科股份	民营企业	32%	0%	0%	0%	0%	0%	263%	0%	79%	71%	0%	0%	0%	0%
24	天健集团	地方国有企业	31%	0%	0%	120%	0%	0%	0%	0%	0%	88%	0%	0%	0%	200%
25	正商实业	民营企业	31%	0%	0%	0%	0%	406%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
26	中国恒大	民营企业	31%	0%	148%	0%	147%	103%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
27	津投城开	地方国有企业	29%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	374%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
28	新鸿基地产	港资企业	26%	0%	0%	0%	0%	53%	0%	116%	58%	58%	58%	0%	0%	0%
29	远洋集团	混合所有制	25%	0%	107%	0%	47%	0%	0%	0%	177%	0%	0%	0%	0%	0%
30	中骏集团控股	民营企业	25%	0%	0%	0%	0%	162%	0%	0%	23%	0%	146%	0%	0%	0%
31	时代中国控股	民营企业	25%	40%	0%	0%	0%	0%	0%	281%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
32	荣盛发展	民营企业	25%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	311%	0%	5%	0%	0%
33	宝龙地产	民营企业	24%	0%	108%	0%	0%	0%	0%	0%	6%	203%	0%	0%	0%	0%
34	天地源	地方国有企业	22%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	104%	0%	0%	0%	0%	0%	187%
35	世茂集团	民营企业	22%	0%	0%	280%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
36	弘阳地产	民营企业	21%	0%	0%	0%	0%	0%	268%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

资料来源：万得，中银证券

数据说明：仅显示月均债券到期规模/月均权益销售金额与月均债券发行规模>20%的房企。

### 4.3.2 房企资金缺口与销售压力红线：民企、混合所有制房企资金缺口相对较大，主要是因经营性现金流不佳引起，销售回款将面临较大压力

民企、混合所有制房企资金缺口相对较大，央国企没有现金流压力。我们跟踪的 108 家房企整体月均流入小于月均流出，意味着，按照当前的月均资金流入是不足以支撑未来资金流出的，在不考虑原有在手现金的情况下，将面临一定的现金流缺口（约 70 亿元）。其中民企、混合所有制房企的资金缺口相对较大，分别为 767、146 亿元；港资企业资金缺口为 4 亿元；而央国企的月均资金流入大于月均流出，基本无压力。

从资金缺口出现的原因来看，民企、混合所有制房企主要是由经营性现金流缺口引起的。我们发现，民企 767 亿元的资金缺口中，659 亿元的现金净流出来源于经营性现金流资金缺口（月均权益销售金额-月均应付款-月均销项税费-月均期间费用），107 亿元的现金净流出来源于筹资性现金流资金缺口（月均债券发行规模-月均债券到期规模）。混合所有制房企 146 亿元的资金缺口，119 亿元来源于经营性现金流，27 亿元来源于筹资性现金流。港资企业 4 亿元的资金缺口，基本均来自于经营性现金流。央国企的资金情况较好也主要是因为经营性现金流收支情况较好，筹资性现金也能保持流入略大于流出。不过我们要注意的，在计算经营性现金流流出时，由于应付款取全部应付款，部分房企实际一年内支付的应付款项小于该数值。

计算说明：

月均流入=2023 年 1 至 11 月月均权益销售额+2023 年 1 至 11 月月均债券发行规模；月均流出=2023 年 12 月至 2024 年末月均债券到期规模+月均应付款+月均期间费用+月均销售税费。

其中：月均应付款=2023 年 6 月末房企应付账款/12；月均期间费用=2023 年 1 至 11 月月均权益销售额\*销售口径三费率；销售口径三费率=2023 年上半年三项费用/2023 年上半年权益销售金额；月均销售税费（销项税额）=2023 年 1 至 11 月月均权益销售额\*9%。

图表 108. 民企、混合所有制房企资金缺口相对较大

单位：亿元	月均资金缺口	月均债券发行规模	月均权益销售金额	月均债券到期规模	月均应付款	月均销项税费	月均期间费用	月均经营性现金流入-流出	月均融资性现金流入-流出
民营企业	-767	62	878	170	1302	79	157	-659	-107
混合所有制	-146	17	529	44	555	48	46	-119	-27
港资企业	-4	9	43	9	25	4	18	-4	0
中央国有企业	565	92	1062	58	385	96	50	531	34
地方国有企业	281	101	426	50	127	38	30	230	51
108 家房企	-70	281	2938	330	2394	264	301	-21	-49

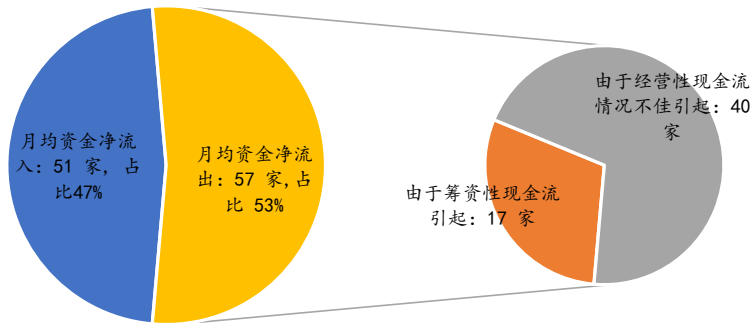
资料来源：万得，中指院，克而瑞，中银证券

备注：月均资金缺口=月均资金流入-月均资金流出。

从具体房企来看，53%的房企面临一定现金流缺口。我们跟踪的 108 家房企中有 57 家月均资金净流出，意味着，按照当前的月均资金流入是不足以支撑未来资金流出的，在不考虑原有在手现金的情况下，将面临一定的现金流缺口。在存在资金缺口的 57 家房企中，17 家（占比 30%）主要是由于筹资性现金流引起，40 家（占比 70%）房企主要是由于经营性现金流情况不佳引起的。

图表 109. 53%的房企面临一定现金流缺口，多由经营性现金流压力造成

## 108家房企月均资金缺口



资料来源：万得，中指院，克而瑞，中银证券

从全年销售来看，民企、混合所有制房企 2023、2024 年销售均需要超出 2022 年销售，当年的资金流出才可以覆盖资金流入。我们测算了 108 家房企的销售压力红线，即未来销售需达多少才能覆盖资金流出。

1) 整体 108 家房企来看，我们选取的 108 家房企 2022 年权益销售金额合计 4.37 万亿元，2023 年销售压力红线为 5.19 万亿元，2024 年销售压力红线为 5.01 万亿元，也就是说，2023、2024 年需要达到 2022 年销售的 119%、115%，当年的资金流入才能够覆盖当年的资金流出。

2) 从公司属性来看，央企几乎没有销售压力。民企 2023、2024 年销售需要超出 2022 年销售约一倍以上，当年的资金流入才可以覆盖资金流出；混合所有制房企 2023、2024 年销售需要超出 2022 年销售 15% 以上；港资企业 2023 年仅需要达到 2022 年销售的 86%，但 2024 年由于到期债券规模增加，需要达到 2022 年销售的 133%；而央企仅需要达到 2022 年销售约 40% 以上，地方国企仅需要达到 30% 以上，当年的资金流出就可以覆盖资金流出。央企的销售压力明显小于民企和混合所有制房企。

3) 具体来看，58%的房企 2023、2024 年基本无销售压力。只有 35 家房企（占比 32%）2023、2024 年的权益金额都需要超过 2022 年，资金流入才可以覆盖当年的资金流出。还有 10 家（占比 9%）房企 2023、2024 年中有一年的权益金额需要超过 2022 年。从以上 46 家销售面临压力的企业来看，压力出现的原因有：a) 52%的房企是因为应付款规模较大，不过由于我们的统计口径为全部应付款，实际一年内到期的体量会少于该数值；b) 52%的房企期间费用较高；c) 59%的房企是因为当年的债券到期压力相对较大；d) 74%的房企预期未来债券融资较少，其在 2023 年 1-11 月基本无国内外债券发行。

图表 110. 民企 2023、2024 年权益销售需要超出 2022 年销售一倍以上，当年的资金流入才可以覆盖资金流出

	2022 年权益销售金额	2023 年年 1-11 月权益销售金额	2023 年权益销售压力红线	2024 年权益销售压力红线	2023 年销售压力红线/2022 年销售	2024 年销售压力红线/2022 年销售
108 家房企合计	43663	32179	51907	50095	119%	115%
民营企业	16869	9633	35241	33403	209%	198%
混合所有制	7877	5791	9070	9029	115%	115%
港资企业	801	467	693	1069	86%	133%
中央国有企业	12633	11603	5230	4932	41%	39%
地方国有企业	5484	4686	1674	1661	31%	30%

资料来源：万得，中指院，克而瑞，中银证券

图表 111. 32%的房企 2023、2024 年权益销售均需要超出 2022 年权益销售，当年的资金流入才可以覆盖资金流出

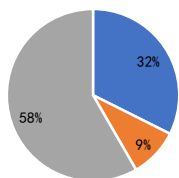
公司名称	公司属性	2022 年权益销售额	2023 年 1-11 月权益销售额	2023 年权益销售压力红线	2024 年权益销售压力红线	2023 年销售压力红线/2022 年销售	2024 年销售压力红线/2022 年销售	销售压力红线需要高于 2022 年的原因
九龙仓	民营企业	65	22	13	128	20%	197%	期间费用高、债券融资少、2024 年债券到期压力大
陆家嘴	地方国有企业	75	114	36	77	48%	103%	2024 年债券到期多
华远地产	地方国有企业	70	31	36	145	52%	209%	2024 年债券到期多、债券融资较少
渝开发	地方国有企业	8	4	7	12	87%	154%	应付款规模大、债券融资少
金科股份	民营企业	483	139	437	515	90%	107%	应付款规模大、2024 年债券到期压力大
南国置业	中央国有企业	72	46	72	25	101%	34%	债券融资较少
龙光集团	民营企业	380	195	408	338	107%	89%	债券到期压力大
北辰实业	地方国有企业	82	43	93	89	112%	108%	期间费用高
万科 A	混合所有制	2731	2230	3071	3060	112%	112%	应付款规模大
合生创展	民营企业	223	198	254	235	114%	105%	应付款规模大、债券融资少、债券到期压力大
华侨城 A	中央国有企业	392	335	464	407	118%	104%	应付款规模大、债券融资少
佳兆业集团	民营企业	219	192	267	213	122%	97%	债券融资少、债券到期压力大
中南建设	民营企业	403	241	498	525	124%	130%	应付款规模大、债券融资少
中洲控股	民营企业	29	80	36	36	124%	124%	应付款规模大、债券融资少
光明地产	地方国有企业	76	32	103	67	135%	88%	2023 年到期债券规模大
合景泰富	民营企业	272	158	372	477	137%	175%	应付款规模大、债券融资少、债券到期压力大
新世界发展	港资企业	159	115	218	199	138%	125%	应付款规模大、债券融资少、债券到期压力大
津滨发展	地方国有企业	5	3	7	7	141%	141%	应付款规模大、期间费用高、债券融资少
京投发展	地方国有企业	25	41	36	11	145%	46%	2023 年到期债券规模大
嘉里建设	港资企业	1	121	2	2	145%	145%	期间费用高、债券融资少
瑞安房地产	港资企业	196	32	285	677	145%	345%	期间费用高、债券融资少、2024 年到期债券规模大
世茂集团	民营企业	606	280	965	1060	159%	175%	应付款规模大、期间费用高、债券融资少、债券到期压力大
弘阳地产	民营企业	108	61	184	132	170%	122%	期间费用高、2024 年债券到期压力大、债券融资较少
弘阳地产	地方国有企业	4	0	8	8	173%	173%	应付款规模大、债券融资少
津投城开	地方国有企业	15	18	27	39	184%	264%	期间费用高、债券融资较少
禹洲集团	民营企业	207	105	382	287	185%	139%	应付款规模大、期间费用高、债券融资少、债券到期压力大
荣盛发展	民营企业	293	136	553	578	189%	197%	应付款规模大、期间费用高、债券融资少、2024 年债券到期压力大
融创中国	民营企业	976	436	1947	1989	199%	204%	应付款规模大、债券融资少、2024 年债券到期压力大
天健集团	地方国有企业	62	93	148	209	238%	336%	应付款规模大
正安地产	民营企业	181	85	454	335	251%	185%	应付款规模大、期间费用高、债券融资少、债券到期压力大
上坤地产	民营企业	29	16	77	35	265%	119%	期间费用高、债券融资少、债券到期压力大
深深房 A	地方国有企业	2	1	4	4	273%	273%	应付款规模大、债券融资少
中国奥园	民营企业	144	88	406	404	282%	281%	应付款规模大、期间费用高、债券融资少、债券到期压力大
迪马股份	民营企业	61	40	179	188	294%	307%	应付款规模大、期间费用高、债券融资少
云南城投	地方国有企业	7	9	22	22	322%	322%	期间费用高、债券融资少
富力地产	民营企业	284	100	990	647	349%	228%	期间费用高、债券融资少、债券到期压力大
建业地产	民营企业	139	85	492	481	353%	346%	应付款规模大、债券到期压力大
绿地控股	混合所有制	1261	923	4501	4658	357%	370%	应付款规模大、债券融资较少
绿城中国地产	民营企业	40	30	172	69	429%	172%	期间费用高、债券融资少、债券到期压力大
城投控股	地方国有企业	18	103	103	110	587%	624%	期间费用高
华南城	混合所有制	16	23	96	42	595%	262%	应付款规模大、期间费用高、债券融资少、债券到期压力大
当代置业	民营企业	24	19	176	198	731%	822%	期间费用高、债券融资少、债券到期压力大
香江控股	民营企业	11	12	88	86	780%	759%	期间费用高、债券融资少
花样年控股	民营企业	45	33	651	285	1438%	630%	期间费用高、债券融资少、债券到期压力大
中国恒大	民营企业	433	531	18455	17882	4262%	4130%	应付款规模大、期间费用高、债券融资少、债券到期压力大

资料来源：万得，中指院，克而瑞，中银证券

数据说明：单位：亿元。图表仅显示 2023、2024 年销售压力红线高于 2022 年销售额的房企。

图表 112. 58%的房企 2023、2024 年销售基本无压力

108 家房企销售压力

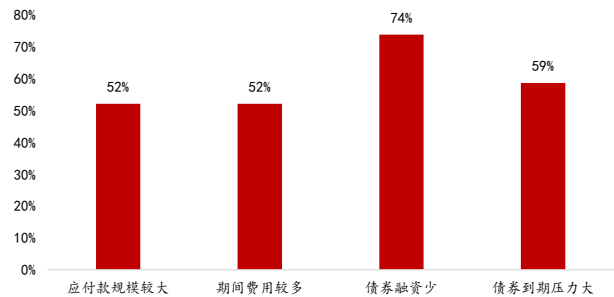


■ 2023、2024 年销售压力红线均超 2022 年销售  
 ■ 2023、2024 年中有一年的销售压力红线超 2022 年销售  
 ■ 销售无压力

资料来源：中指院，万得，克而瑞，中银证券

图表 113. 52%的房企因应付款规模较大、52%的房企因三费较高、59%的房企因债务到期多、74%的房企融资较少而面临压力

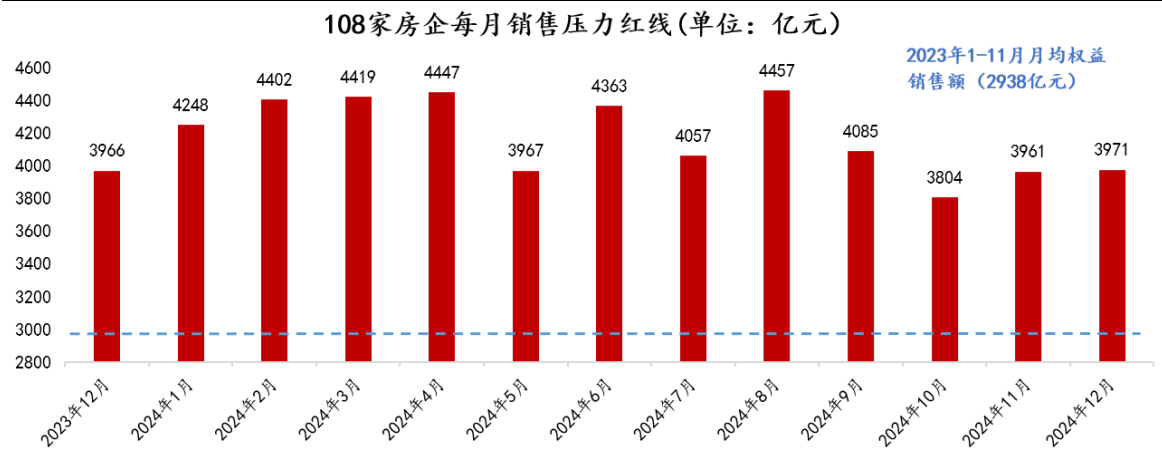
45 家销售有压力的房企中，压力产生的原因占比



资料来源：中指院，万得，克而瑞，中银证券

从每月销售压力红线来看，我们跟踪的 108 家房企当前月均权益销售额为 2938 亿元，未来一年每个月的销售均需要超过当前的月均销售，当月的现金流流入才可能覆盖流出，尤其是在到期债务压力相对较大的 2-4、8 月，单月销售额均需要超过 4400 亿元，需至少超出当前月均销售额 50%。

图表 114. 108 家房企当前月均权益销售额为 2938 亿元，未来一年每个月的销售均需要超过当前的月均销售，当月的现金流流入才可能覆盖流出

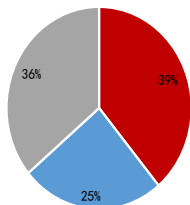


资料来源: 万得, 中指院, 克而瑞, 中银证券

具体而言, 在不考虑在手现金的情况下, 2023 年 12 月到 2024 年 12 月, 39% 的房企持续面临销售额不达销售压力红线的风险, 36% 的房企未来每个月均无销售压力。1) 42 家 (占比 39%) 房企持续面临销售额不达销售压力红线的风险。2) 27 家房企 (占比 25%) 在个别债券到期量较大的月份存在销售压力。3) 其余 39 家房企 (占比 36%) 在 2024 年末前的各个月份均无销售压力。前两类涉及的 69 家房企多为民企、混合所有制和港资房企, 占比 66%。

图表 115. 39% 的房企未来一年内每个月会持续面临销售压力, 25% 的房企在个别债务到期压力相对较大的月份存在一定销售压力

108家房企未来月度销售压力情况 (房企数量占比)

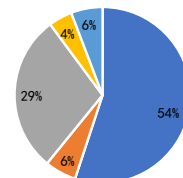


■ 持续面临销售压力 ■ 个别债券到期压力较大的月份存在销售压力 ■ 未来每个月均无销售压力

资料来源: 中指院, 万得, 克而瑞, 中银证券

图表 116. 69 家月度销售出现压力的房企中, 民企、混合所有制和港资房企占比 66%

69家月度销售有压力的房企: 各公司属性房企数量占比



■ 民营企业 ■ 混合所有制 ■ 地方国有企业 ■ 中央国有企业 ■ 港资企业

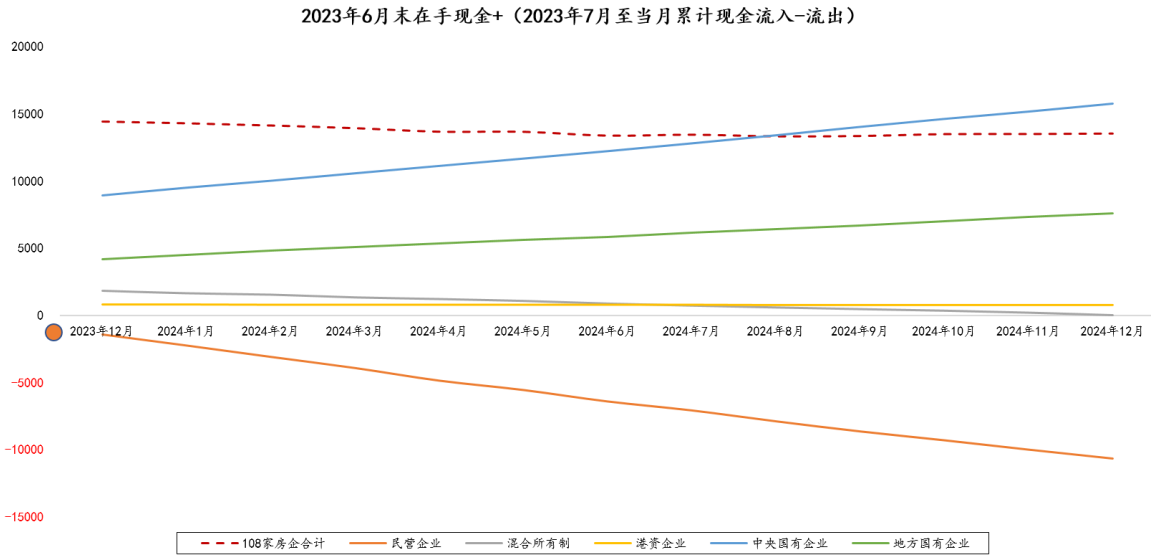
资料来源: 中指院, 万得, 克而瑞, 中银证券

### 4.3.3 房企现金流压力测试: 38% 的房企或出现流动性风险, 28% 的房企动静态现金流均安全

首先, 我们通过累计现金流缺口来判断房企是否安全。从房企累计现金流缺口来看, 行业整体流动性风险不大, 在手现金足以覆盖现金净流出, 但是结构上差异巨大, 民企当前现金流已经面临较大压力。从我们跟踪的 108 家房企整体来看, 2023 年 7-11 月现金净流出 3949 亿元, 根据我们的测算, 2024 年末累计的现金流缺口将扩大至 4860 亿元, 不过考虑到在手现金合计达到 1.84 万亿元, 整体覆盖程度还是足够的。但是从结构上看, 差异较大。其中民企 2023 年 7-11 月现金流缺口为 5293 亿元, 预计 2024 年末将扩大至 1.53 万亿元, 但 2023 年 6 月末的在手现金仅 4602 亿元, 显然已经无法覆盖资金缺口, 流动性风险较高。混合所有制房企 2023 年 7-11 月现金流缺口为 933 亿元, 6 月末在手现金为 2882 亿元, 因此暂能覆盖资金缺口, 但如果我们假设在手现金中有 30% 受限 (即在手可用现金为 2017 亿元), 那么根据我们的测算, 在 2024 年 7 月的时候混合所有制房企现金流缺口将扩大至 2132 亿元, 超过在手可用现金, 可能面临流动性风险。港资企业 2023 年 7-11 月现金流缺口为 262 亿元, 2024 年末将扩大至 313 亿元, 23 年 6 月末在手现金为 1101 亿元, 整体风险不大。央国企现金流稳健, 暂未看到现金流压力。(在测算中, 我们假设 2023 年半年报的现金为已经摊平了此前的现金缺口后剩余的资金)

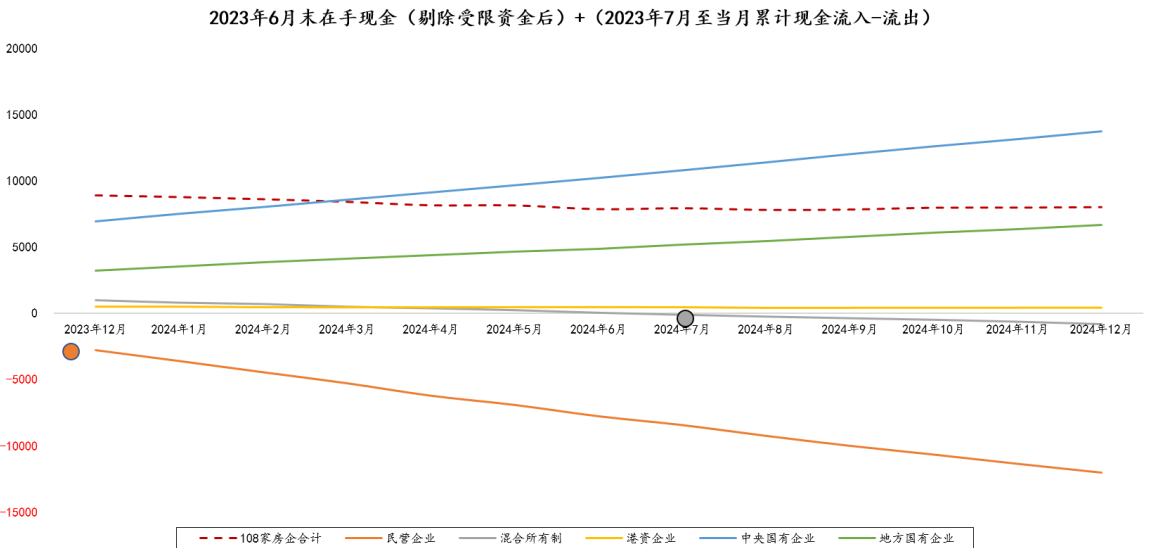


图表 117. 民企 2023 年 7-11 月现金流缺口为 5293 亿元，预计 2024 年末将扩大至 1.53 万亿元，但 2023 年 6 月末的在手现金仅 4602 亿元，显然已经无法覆盖资金缺口



资料来源：万得，中指院，克而瑞，中银证券  
单位：亿元。

图表 118. 假设在手现金中有 30%受限，那么根据我们的测算，在 2024 年 7 月混合所有制房企现金流缺口将扩大至 2132 亿元，超过在手可用现金，可能面临流动性风险



资料来源：万得，中指院，克而瑞，中银证券  
单位：亿元。

图表 119. 各公司属性房企累计现金流缺口及在手现金能否覆盖累计现金流缺口的情况梳理

	23H1 在手现金	23H1 在手现金 (70%)	23 年 7-11 月 现金流入-现金流出	2023 年 7 月至当月累计现金流入-2023 年 7 月至当月累计现金流出												
				23 年 12 月	24 年 1 月	24 年 2 月	24 年 3 月	24 年 4 月	24 年 5 月	24 年 6 月	24 年 7 月	24 年 8 月	24 年 9 月	24 年 10 月	24 年 11 月	24 年 12 月
108 家房企	18404	12883	-3949	-3969	-4099	-4261	-4459	-4722	-4727	-5014	-4941	-5068	-5040	-4902	-4894	-4860
民营企业	4602	3222	-5293	-6000	-6823	-7672	-8502	-9444	-10143	-10997	-11666	-12479	-13233	-13895	-14593	-15258
混合所有制	2882	2017	-933	-1035	-1220	-1323	-1524	-1647	-1784	-1980	-2132	-2268	-2391	-2507	-2651	-2835
港资企业	1101	771	-262	-260	-260	-291	-297	-295	-290	-291	-292	-327	-325	-323	-318	-313
中央国有企业	6656	4659	1739	2294	2867	3379	3931	4477	5020	5571	6147	6744	7367	7958	8499	9089
地方国有企业	3164	2215	799	1032	1337	1646	1933	2186	2469	2683	3002	3263	3542	3867	4169	4458

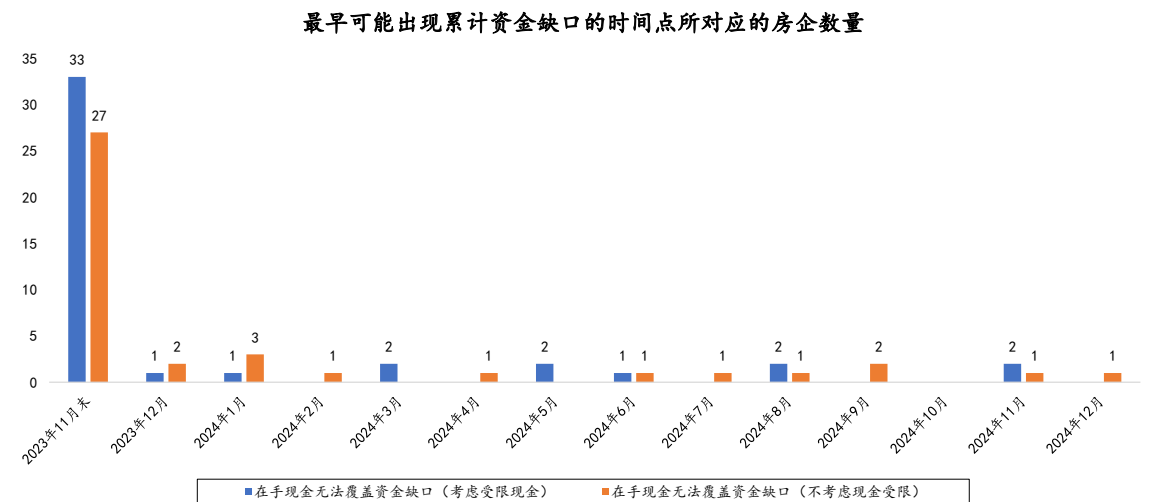
资料来源：万得，中指院，克而瑞，中银证券  
单位：亿元。

数据说明：23H1 在手现金 (70%) 表示假设在手现金中有 30% 为受限资金。粉色底色表示民企 2023 年 6 月末的在手现金已经无法覆盖当前的累计现金流缺口；混合所有制民企自 2024 年 7 月开始，在手现金 (剔除受限现金后) 无法覆盖累计现金流缺口。

**房企现金流风险出现时点测试：**我们还观察了各房企最早可能出现流动性风险的时间点。截至2023年11月，有27家房企（占比25%）已经存在在手现金无法覆盖资金缺口的情况，其中85%是已经出现实质性违约的暴雷房企。若延续当前的销售和融资低迷情况，2023年12月-2024年12月还有14家房企或面临在手现金无法覆盖资金缺口的情形，最早出现流动性风险的时间点：2023年2家，2024年一季度4家、二季度2家、三季度4家、四季度2家。以上41家可能出现流动性风险的房企88%为民企、混合所有制房企和港资房企，73%为已经暴雷出险的房企，市场不必过分担心。若考虑在手现金中部分现金受限，假设受限比例为30%，将会新增3家房企可能出现在手现金无法覆盖资金缺口的情形。以上房企静态现金流已经处于不安全的边界，危险系数最高。

**计算说明：**1) 2023年7-11月累计现金流入-现金流出=2023年7-11月权益销售额+债券发行规模-债券到期规模-销项税费-应付款-期间费用。2) 2023年7月至当月累计现金流入=2023年7月至当月权益销售额+2023年7月至当月债券发行规模，2023年12月-2024年12月每月销售与债券发行规模按照2023年1-11月月均计算。3) 2023年7月至当月累计现金流出=2023年7月至当月的（债券到期规模+应付款+期间费用+销项税费），其中债券到期规模按照实际每月到期计算，应付款、期间费用、销售税费按照月均值\*月份数计算。

**图表 120. 2023年11月-2024年12月共计41家房企或面临在手现金无法覆盖资金缺口的情形，若考虑在手现金中部分现金受限，新增3家房企将可能出现在手现金无法覆盖资金缺口的情形**

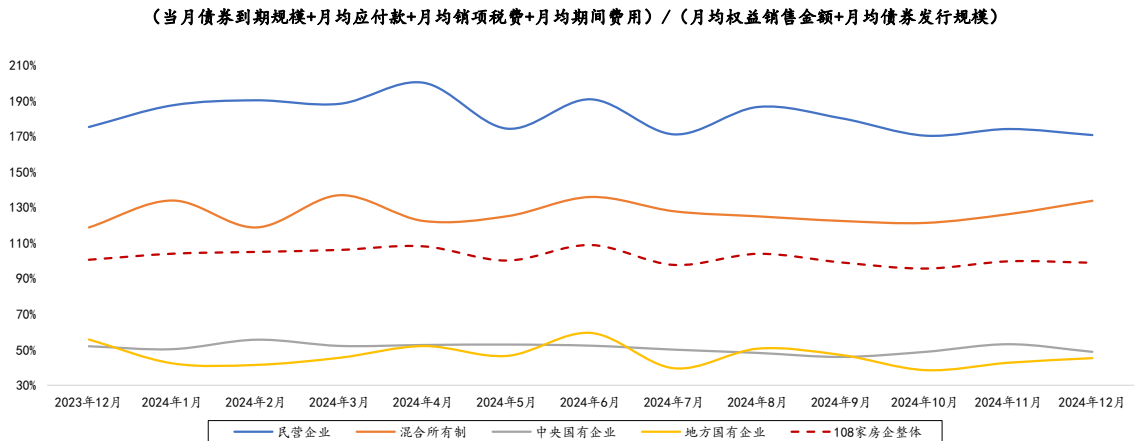


资料来源：万得，中指院，克而瑞，中银证券

上文是从静态现金流风险的角度考虑，主要分析的是房企是否会出现资金缺口即流动性风险，是一个底线思维。接下来，我们要在静态安全的房企中，加码筛选的严格程度，从动态现金流（即当月流出/月均流入，不考虑在手现金）来看，房企是否能保证每个月的现金流都有安全保障。

- 1) 108家房企仅2024年7、9-12月当月资金流出略小于流入，当月资金流出/资金流入也在95%-100%，2023年12月、2024年1-6、8月当月资金流出大于流入，当月资金流出/资金流入在100-110%之间。
- 2) 民企在2023年12月-2024年末期间，始终大于170%，混合所有制在119-140%之间浮动，港资企业个别债券到期压力较大的月份（2024年2、3、6、7、8月）大于100%，央国企始终小于60%。
- 3) 有75家房企（占比53%）在2023年12月-2024年12月存在当月资金流出大于资金流入的情况。

图表 121. 民企 2023 年 12 月-2024 年 12 月始终大于 170%，混合所有制在 119-140% 之间浮动，央企始终小于 60%



资料来源：万得，中指院，克而瑞，中银证券

我们结合动静态现金流来综合判断房企的现金流安全性。首先，我们依据在手现金能否覆盖累计的现金流缺口来判断房企静态现金流的安全性（即是否有可能出现流动性风险）。其次，我们对上述静态安全的房企进一步筛选，考虑表外负债的偿付后，部分房企也出现了资金缺口。最后，在考虑表外负债后静态现金流依然安全的前提下，依据 2023 年 12 月-2024 年 12 月未来每月单月现金流是否会出现缺口来判断房企动态现金流的安全性。最终，将 108 家房企分成绿、黄、橙、红档。其中仅有 28% 的房企在绿档中，表示动静态现金流均较为安全。

**静态现金流不安全：**当在手现金已经无法或将要无法覆盖资金缺口，即意味着房企存在静态流动性风险。静态现金流不安全的房企又可以分为两类：

- 1) 危险系数最高的有 27 家（占比 25%），截止 2023 年 11 月末，已经出现在手现金无法覆盖资金缺口的情况，不过其中近九成均为已经暴雷的房企，市场不必过分担忧。
  - 2) 其次，2023 年 12 月-2024 年 12 月将要出现在手现金无法覆盖资金缺口的情况，涉及房企 14 家，占比 13%。
- 1) 与 2) 现金流危险系数较高，属于我们分类中的**红档房企**，一共涉及 41 家，占比 38%。

在筛选出表内静态现金流安全的房企后，我们将表外负债也额外考虑进去，会发现部分房企表外负债较多，因此出现了缺口。在额外考虑表外负债的情况后，另有 12 家房企（占比 11%）出现了资金缺口，属于我们分类中的**橙档房企**。不过我们这里将全部表外负债计算在内，但并非全部的表外负债均会在 2024 年末前到期，因此范围应该大于实际情况。

表外负债计算方法：1) A 股：最大化预计表外负债 = (少数股东权益占比 - 少数股东损益占比) \* 所有者权益 + 对非子公司实际担保余额。2) 港股：最大化预计表外负债 = (少数股东权益占比 - 少数股东损益占比) \* 所有者权益 + 合联营企业提供的借款担保金额。3) 若 (少数股东权益占比 - 少数股东损益占比) \* 所有者权益 < 0，按 0 计。

**在考虑表外负债后，如果静态现金流依然安全，那么我们就进一步判断动态现金流的安全性：**

除去以上 53 家房企，其余 55 家（占比 51%）房企在考虑表外负债后，在手现金仍可以覆盖资金缺口或不存在资金缺口，可视为真正的静态现金流安全。在此基础上，我们可以将动态现金流情况（即不考虑在手现金的情况下，2023 年 12 月-2024 年 12 月单月现金流是否会出现缺口）按照风险程度分为四类，从高到低：

- 1) 未来每个月资金流入持续不能覆盖资金流出。这类房企有 10 家，占比 9%。
- 2) 未来个别月份资金流入不能覆盖资金流出，且整体月均流入小于月均流出，涉及房企有 3 家，占比 3%。这类房企通常流入规模不大但个别月份的缺口又特别大。
- 3) 未来个别月份资金流入不能覆盖资金流出，但整体月均流入大于月均流出。这类房企主要是在债务到期压力较大的个别月份会存在单月的资金缺口，但其他月份的资金盈余可以动态补偿，涉及房企 12 家，占比 11%。

1)、2)、3) 为动态现金流不安全的房企，属于我们分类中的黄档房企，一共涉及 25 家，占比 23%。

4) 不存在资金缺口，未来每个月资金流入均大于资金流出。这类房企有 30 家，占比 28%，属于我们分类中的绿档房企，静态与动态现金流均安全，包括保利、招蛇、中海、华润、中文、华发、建发、越秀、绿城、滨江、龙湖及其他等等，多为央国企和区域深耕型优质民企。

图表 122. 108 家房企现金流安全性分档

房企现金流安全性 (危险系数从高到低)				
静态现金流安全性 (在手现金能否覆盖 累计的现金流缺口: 不考虑受限资金)	动态现金流安全性 (2023 年 12 月-2024 年 12 月未来单月现金 流是否会出现缺口)	细分	房企 数量	占比
不安全	-	23 年 11 月末可能已经出现在手现金无法覆盖资金缺口	27	25%
	-	23 年 12 月-24 年 12 月可能将出现在手现金无法覆盖资金缺口	14	13%
	-	在手现金虽然能覆盖累计的现金流缺口，但若考虑表外负债的偿付，可能将出现资金缺口	12	11%
安全	不安全	未来每个月资金流入持续不能覆盖资金流出	10	9%
		未来个别月份资金流入不能覆盖资金流出，且月均流入小于月均流出	3	3%
		未来个别月份资金流入不能覆盖资金流出，但月均流入大于月均流出	12	11%
	安全	未来每个月资金流入均能覆盖资金流出	30	28%

资料来源：万得，中指院，克而瑞，中银证券

## 5 投资建议

近期行业需求及融资端政策均明显发力，一方面，针对非国有企业的融资表态频繁，给市场注入了一定的信心，缓解了部分对于民营房企和出险房企的连环信用恐慌；另一方面，京沪购房政策同步大力度调整，将对整体房地产市场信心的重塑和预期回升具有积极作用。不过，各项支持政策落地效果以及效果持续性仍需要一段时间的验证与观察。我们认为，短期关注各项支持政策落地实际效果以及效果持续性，中长期关注城中村改造、保障性住房建设推进带来的行业机会。

尽管当前行业基本面仍将面临较长的调整期，但需求端仍存在结构性机会，一方面来自于一线城市需求端政策大幅优化，另一方面，核心城市的改善性需求具备一定韧性。同时，我们认为，在当前市场情绪脆弱、房企信用下滑、基本面尚未改善的情形下，虽然个别弱资质、资金紧张的房企仍有可能出现债务违约事件，但整体行业风险基本可控，出现系统性风险的概率较低。因此，流动性安全、重仓高能级城市、产品力突出的房企或更具备 $\alpha$ 属性。稳健经营的优质民企和混合所有制房企或将受益于后续更有针对性的融资支持政策，若能在本轮周期中生存下来，或具备更大的估值修复弹性。

现阶段我们建议关注四条主线：1) 无流动性风险且拿地销售基本面较好的央国企：保利发展、招商蛇口、华润置地、建发国际集团、越秀地产、华发股份、绿城中国。2) 安全系数相对较高的民企：滨江集团、美的置业。3) 底部回升、弹性较大的公司：金地集团、龙湖集团。4) 有城中村改造和保障房建设、或 REITs 相关主题机会的：中交地产、城建发展、中华企业、南山控股。



## 6 风险提示

房地产调控政策效果不及预期：各地密集出台供需端政策，但从实施效果来看，对市场的提振效果较为有限。

房地产行业基本面超预期下行：行业销售短期仍存在波动，行业新开工、投资等关键性指标存在进一步下行风险。

融资收紧风险：行业融资环境自 2022 年以来处于持续宽松的状态，需注意融资政策的落地效果，以及融资政策收紧可能带来的影响。

## 7 附录

### 第二章 64 个典型城市

64 个典型城市	
一线城市 (4 个)	北京、上海、广州、深圳
二线城市 (26 个)	天津、重庆、杭州、南京、武汉、成都、大连、厦门、西安、长沙、宁波、无锡、福州、沈阳、青岛、济南、南昌、合肥、郑州、长春、海口、南宁、兰州、昆明、贵阳、苏州
三四线城市 (34 个)	温州、北海、东莞、南通、徐州、镇江、扬州、佛山、惠州、连云港、汕头、烟台、中山、金华、赣州、济宁、平顶山、襄阳、岳阳、湛江、舟山、泰安、菏泽、泰州、威海、芜湖、新乡、淄博、绍兴、南平、抚州、六安、宁德、茂名

### 第四章 108 家房企

108 家房企分类	
民营企业 (50 家)	新城控股、华夏幸福、新湖中宝、香江控股、滨江集团、荣盛发展、世荣兆业、中南建设、福星股份、三湘印象、金科股份、荣安地产、华联控股、金辉控股、港龙中国地产、上坤地产、正荣地产、美的置业、中国奥园、雅居乐集团、龙光集团、融信中国、中梁控股、阳光 100 中国、德信中国、碧桂园、九龙仓置业、弘阳地产、中骏集团控股、合景泰富集团、花样年控股、佳兆业集团、禹洲集团、时代中国控股、当代置业、龙湖集团、旭辉控股集团、建业地产、世茂集团、合生创展集团、众安集团、正商实业、绿景中国地产、迪马股份、大名城、中洲控股、中国恒大、富力地产、融创中国、宝龙地产
混合所有制 (7 家)	万科 A、绿地控股、金地集团、绿城中国、远洋集团、华南城、金地商置
港资企业 (6 家)	瑞安房地产、新世界发展、仁恒置地、新鸿基地产、嘉里建设、太古地产
中央国有企业 (13 家)	信达地产、保利发展、南山控股、南国置业、招商蛇口、中交地产、华侨城 A、大悦城、华润置地、中国金茂、中国海外发展、五矿地产、中国海外宏洋集团
地方国有企业 (32 家)	北辰实业、京能置业、上实发展、华远地产、光明地产、珠江股份、京投发展、中华企业、天地源、陆家嘴、城投控股、栖霞建设、首开股份、华发股份、津投城开、城建发展、云南城投、格力地产、大龙地产、合肥城建、天保基建、津滨发展、中国武夷、渝开发、金融街、天健集团、深深房 A、沙河股份、深振业 A、建发国际集团、粤海置地、越秀地产

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；

增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371