

强于大市

房地产行业 2023年12月月报

全年新房与土地成交均下滑；二手房成交规模增幅超两成

核心观点

- 新房：12月新房成交环比由负转正，出现小幅回升行情，但整体仍延续筑底行情。12月40城新房成交面积环比+17%，同比-17%...
全年新房成交规模同比-9%，一线城市相对韧性较强。23年全年40城新房成交面积1.82亿平，同比-9%...
二手房：低基数影响下，12月二手房成交同比增幅扩大。12月18城二手房成交面积环比+10%，同比+30%...
库存与去化：截至12月底，12城新房库存面积为1.24亿平，环比上涨0.6%...
土地市场：12月土地成交规模环比回升，单月住宅用地成交溢价率创23年内新低...
房企：1)销售：百强房企12月权益销售额3495亿元，同比-34%...
政策：2023年政策调控节奏以7月政治局会议定调“行业供需关系发生重大转变”为分水岭...

相关研究报告

- 《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？》(2024/01/03)
《房地产行业 2023 年 1-11 月统计局数据点评：销售面积降幅收窄，低基数下开工投资改善》(2023/12/18)
《房地产行业 2023 年 11 月 70 个大中城市房价数据点评：70 城二手房房价下行压力加大，一线城市二手房市场“以价换量”态势明显》(2023/12/18)
《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：三年来首次未提“房住不炒”；化解房地产风险置于首位》(2023/12/13)

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

投资建议

- 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...
我们认为，短期关注近期各项支持政策落地实际效果以及效果持续性...
风险提示：房地产行业调控政策加码超预期；融资收紧。

目录

1 12月出现小幅“翘尾”行情，全年二手房成交好于新房	7
1.1 新房：12月新房成交同比降幅扩大，全年新房成交规模同比下降9%.....	7
1.2 二手房：低基数下12月二手房成交同比增幅扩大，全年二手房成交规模同比增长23%.....	9
1.3 库存：库存与去化周期环比均提升；重点城市开盘去化率环比持续回落.....	11
2 土地市场：年末成交规模翘尾，溢价率创2023年新低	14
3 房企：2023年百强房企销售投资融资总量持续收缩，整体格局未见改变	20
3.1 销售：百强房企单月销售同比降幅扩大，全年销售总量下降18%.....	20
3.2 集中度：1-11月行业集中度持续下降，头部梯队降幅相对较小.....	22
3.3 拿地：12月百强房企拿地积极性显著提升，全年投资总量进一步收缩.....	23
3.4 房企融资与债券到期：2023年融资规模同比减少15%，2024年整体债券到期规模小于2023年.....	26
4 政策：2023年政策调控节奏以7月政治局会议定调“行业供需关系发生重大转变”为分水岭，呈现“前稳后松”态势	30
5 2023年地产板块跑输大盘，板块估值与2022年末基本持平	33
6 投资建议	34
7 风险提示	35
8 附录	36

图表目录

图表 1. 12月40城新房成交面积1507.2万平，环比上涨17.2%，同比下降16.9%	7
图表 2. 12月一、二、三四线新房成交面积环比增速分别为1.0%、28.8%、8.0%	7
图表 3. 12月一、二、三四线新房成交面积同比增速分别为-11.0%、-12.4%、-35.6%	7
图表 4. 我们跟踪的城市中，71%的城市12月新房成交面积环比正增长	8
图表 5. 2023年40城新房成交面积1.82亿平，同比下降8.7%	8
图表 6. 2023年一线城市新房成交面积同比下降0.7%	8
图表 7. 2023年二线城市新房成交面积同比下降11.2%	9
图表 8. 2023年三四线城市新房成交面积同比下降11.3%	9
图表 9. 我们跟踪的城市中，75%的城市2023年新房成交面积同比下跌	9
图表 10. 12月18城二手房成交面积713.7万平，环比下降9.6%，同比上涨30.0%	9
图表 11. 12月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为-0.4%、-14.1%、-4.7%	9
图表 12. 12月一、二、三四线城市同比增速41.2%、18.5%、43.7%	10
图表 13. 12月重点城市二手房成交8成环比负增长，8成同比正增长	10
图表 14. 2023年18城二手房成交面积9148万平，同比增长22.6%	10
图表 15. 2023年一线城市二手房成交面积同比增长14.1%	10
图表 16. 2023年二线城市二手房成交面积同比增长26.3%	11
图表 17. 2023年三四线城市二手房成交面积同比增长28.9%	11
图表 18. 我们跟踪的城市中，90%的城市2023年二手房成交面积同比上涨	11
图表 19. 截至2023年12月末，12个城市新房库存面积为1.24亿平，环比上月上漲0.6%，同比下降5.1%	11
图表 20. 截至2023年12月末，一、二、三四线城市库存面积环比上月增速分别为1.1%、-0.1%、1.1%	11
图表 21. 截至2023年末，一、二、三四线城市库存面积同比增速分别为-2.3%、-6.8%、-21.1%	12
图表 22. 截至2023年12月末，12个城市整体新房库存面积去化周期为17.0个月，环比上月上升0.2个月，同比上涨4.0个月	12
图表 23. 截至2023年末末，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为17.2、15.2、56.0个月	12
图表 24. 截至2023年12月末，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期环比增速分别为3.3%、-2.1%、18.5%	12
图表 25. 截至12月末，一、二、三线城市新房库存面积去化周期同比增速分别为19.2%、45.7%、97.3%	12
图表 26. 截至12月底，三分之二的城市去化周期环比拉长	12
图表 27. 重点城市12月平均开盘去化率为33%，较上月下降3个百分点	13
图表 28. 12月全国成交土地规划总建筑面积为6.4亿平，环比上涨167.3%，同比	

下降 12.5%	14
图表 29.12 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为 169.5%、228.0%、191.5%	14
图表 30.12 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积同比增速分别为 -5.0%、0.1%、-14.9%	14
图表 31.12 月全国住宅类成交土地建面 25371.7 万平，环比上涨 202.8%，同比下降 10.0%	14
图表 32.12 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为 1692.4%、316.5%、242.0%	14
图表 33.12 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面同比增速分别为 69.3%、17.5%、-16.0%	14
图表 34.12 月全国成交土地平均楼面价 1629 元/平，环比上涨 22.8%，同比上涨 13.7%	15
图表 35.12 月全国成交土地平均土地溢价率为 3.17%，较上月减少 0.65 个百分点，较 2022 年同期上涨了 0.35 个百分点	15
图表 36.12 月一、二、三线城市成交土地楼面价环比增速分别为 176.3%、19.4%、8.9%	15
图表 37.12 月一、二、三线城市成交土地楼面价同比增速分别为 44.1%、13.3%、8.3%	15
图表 38.12 月一、二、三线城市成交土地平均溢价率分别为 2.76%、1.65%、3.05%	16
图表 39.12 月全国住宅类用地成交土地平均楼面价为 3171 元/平，环比上涨 17.7%，同比上涨 14.3%	16
图表 40.12 月全国住宅类用地平均溢价率为 2.75%，环比下降 1.50 个百分点，较去年同期下降 0.05 个百分点	16
图表 41.12 月一、二、三线城市住宅类用地成交土地平均楼面价环比增速为 -7.5%、-5.4%、1.3%	16
图表 42.12 月一、二、三线城市住宅类用地成交土地平均楼面价同比增速分别为 9.0%、3.7%、10.4%	16
图表 43.12 月一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 3.18%、1.86%、2.35%	16
图表 44.全国（300 城）2023 年土地成交建面 30.1 亿平，同比下降 25.0%	17
图表 45.全国（300 城）2023 年土地成交总价 4.21 万亿元，同比下降 23.1%	17
图表 46.全国（300 城）2023 年土地成交楼面均价 1400 元/平，同比增长 2.6%	17
图表 47.全国（300 城）2023 年土拍溢价率为 4.1%，同比提升了 0.4 个百分点	17
图表 48.全国（300 城）2023 年住宅类用地成交建面 8.3 亿平，同比下降 30.9%	18
图表 49.全国（300 城）2023 年住宅类用地成交总价 3.17 万亿元，同比下降 23.7%	18
图表 50.全国（300 城）2023 年住宅类用地成交楼面均价 3842 元/平，同比增长 10.4%	18
图表 51.全国（300 城）2023 年住宅类用地土拍溢价率为 4.6%，同比提升了 0.9 个百分点	18

图表 52. 2023 年一、二、三四线城市土地成交建面同比增速分别为-8.6%、-25.5%、-19.8%.....	18
图表 53. 2023 年一、二、三四线城市住宅类用地土地成交建面同比增速分别为-30.6%、-28.8%、-26.4%	18
图表 54. 2023 年一、二、三四线城市土地成交总价同比增速分别为-23.0%、-22.7%、-19.5%.....	19
图表 55. 2023 年一、二、三四线城市住宅类用地土地成交总价同比增速分别为-23.5%、-21.1%、-21.2%	19
图表 56. 2023 年一、二、三四线城市土地成交楼面均价同比增速分别为-15.8%、3.7%、0.3%	19
图表 57. 2023 年一、二、三四线城市住宅类用地土地成交楼面均价同比增速分别为 10.3%、10.7%、7.1%	19
图表 58. 2023 年一、二、三四线城市土地成交溢价率分别为 5.8%、4.0%、3.3%.....	19
图表 59. 2023 年一、二、三四线城市住宅类用地溢价率分别为 6.9%、4.5%、3.1%	19
图表 60. 百强房企 12 月单月权益口径销售额为 3495 亿元，同比下降 33.8%	20
图表 61. 12 月 CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径销售额增速分别为-32.1%、-32.5%、-36.2%、-36.4%	20
图表 62. 百强房企 2023 年全年实现全口径销售额 6.01 万亿元，同比-17.7%.....	20
图表 63. 百强房企 2023 年全年实现权益口径 4.24 万亿元，同比-17.0%.....	20
图表 64. 12 月各梯队单月全口径销售同比降幅均扩大.....	21
图表 65. TOP20 房企中，2023 年全年销售额同比仍能保持正增长的有：越秀(+13%)、建发(+11%)、中交(+8%)、华发(+5%)、中海(+5%)、华润(+2%)、招蛇(+0.3%)	21
图表 66. 2023 年全口径销售金额规模超过千亿的房企仅剩 16 家	22
图表 67. 2023 年百强房企权益销售额中，民企占比为 43.5%，较 2022 年下降了 13.7 个百分点	22
图表 68. 央企和地方国企权益销售额 2023 年同比分别增长 6%、19%，民企同比下降 37%	22
图表 69. 2023 年 1-11 月行业集中度有所下降	22
图表 70. 百强房企 12 月单月全口径拿地金额 1859 亿元，同比增长 84.7%	23
图表 71. 12 月 CR5、CR10、CR20、CR50 拿地强度分别为 73%、63%、58%、46%	23
图表 72. 12 月单月土地投资较多的房企有：保利（拿地金额 290 亿元，拿地强度 116%）、华润（204 亿元，97%）、中海（182 亿元，80%）、华发（171 亿元，354%）、绿城（113 亿元，44%）、越秀（100 亿元，103%）	23
图表 73. 2023 年百强房企全口径拿地金额 1.55 万亿元，同比下降 6.2%	24
图表 74. 2023 年百强房企拿地建面 1.34 亿平，同比下降 2.6%	24
图表 75. 2023 年百强房企拿地楼面均价 1.16 万元/平，同比下降 3.6%	24
图表 76. 2023 年百强房企拿地强度 25.8%，同比提升 3.2 个百分点	24
图表 77. 2023 年中海、华润、建发、万科、绿城、招蛇、滨江拿地金额排名靠前 25	

图表 78. 从拿地集中度来看, 2023 年百强房企拿地金额占全国 (300 城) 土地成交总价的比重为 36.7%, 较 2022 年提升了 6.6 个百分点.....	25
图表 79. 2023 年百强房企中民企拿地金额占比 28.5%, 与 2022 年基本持平.....	26
图表 80. 2023 年 12 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模合计 567 亿元, 同比下降 19%, 环比增长 27%.....	26
图表 81. 2023 年 12 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 3.85%, 同比下降了 0.33 个百分点, 环比提升 0.25 个百分点.....	26
图表 82. 主流房企中 12 月中海、华润、北京城建、招蛇发行国内债券规模较大, 分别发行 30、20、20、16 亿元, 平均发行利率分别 3.2%、3.1%、3.4%、3.2%.....	27
图表 83. 2023 年房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模合计 7223 亿元, 同比下降 15%.....	27
图表 84. 2023 年房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 3.81%, 同比下降了 0.16 个百分点.....	27
图表 85. 主流房企中 2023 年招蛇、金融街、华润发行国内债券规模较大, 分别发行 307、200、180 亿元, 平均发行利率分别 2.71%、3.50%、2.79%.....	28
图表 86. 2024 年国内外债券到期规模为 7703 亿元 (其中国内债券 5313 亿元, 海外债券 2390 亿元)	28
图表 87. 2024 年以下主流房企面临较大国内外债券到期压力: 恒大 (598 亿元)、首开 (223 亿元)、合景泰富 (220 亿元)、华润 (216 亿元)	29
图表 88. 2023 年城市限制政策放松不完全统计.....	31
图表 89. 房地产行业 12 月绝对收益为 -6.4%.....	33
图表 90. 房地产行业 12 月相对收益为 -4.5%.....	33
图表 91. 截至 2023 年末, 地产板块 PE 为 10.85X, 较 11 月末下降了 0.72X, 较 2022 年末提升 0.09X	33
图表 92. 报告中提及上市公司估值表.....	34
图表 93. 城市数据选取清单.....	36

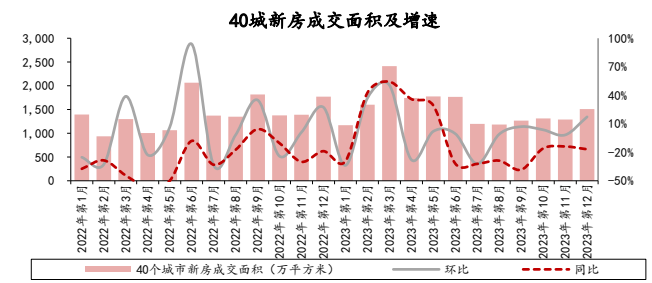
12月出现小幅“翘尾”行情，全年二手房成交好于新房

1.1 新房：12月新房成交同比降幅扩大，全年新房成交规模同比下降9%

12月新房成交环比由负转正，出现小幅翘尾行情，但整体仍延续筑底行情。12月40城新房成交面积1507.2万平，环比上涨17.2%，同比下降16.9%，同比降幅较上月扩大了2.9个百分点。12月仍处政策宽松期，尤其是一线城市深圳（11月22日）、上海（12月15日）、北京（12月15日）加码宽松政策，降首付、降利率、调整普宅标准，从市场反馈来看，起到了一定的效果，成交小幅“翘尾”，但边际效应递减，我们预计24年1月或迎来春节前淡季，成交同环比增速预计将有所下降。

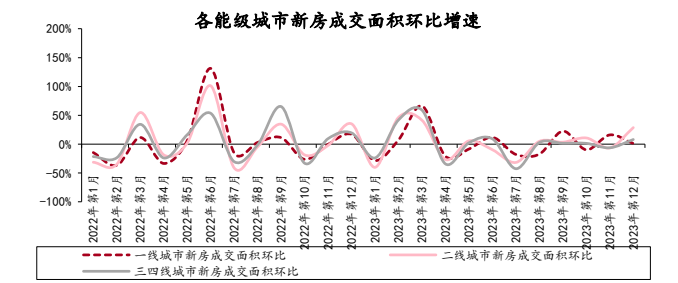
从各城市能级来看，12月各能级城市新房成交面积环比均正增长，一线城市同比降幅相对最小。1) 一线城市12月新房成交面积312.3万平，环比上涨1.0%，同比下降11.0%，同比增速较上月下滑了14.1个百分点。四个一线城市成交表现分化，北京和上海月中降首付、降利率、调整普宅标准等利好新政出台，短期内对市场提振效果显著，12月北京、上海新房成交面积环比分别上涨37%、9%，深圳和广州政策调整时间较早，政策边际效果减弱，12月新房成交面积环比分别下降1%和20%。2) 二线城市12月新房成交面积866.1万平，环比上涨28.8%，同比下降12.4%，同比降幅较上月缩小了4.3个百分点。12月我们跟踪的二线城市新房成交环比均有所改善，但同比仍是跌多涨少。杭州、南京持续受到政策利好影响，新房成交面积环比分别增长40%、21%。武汉、福州、青岛上月回调后，12月出现了环比大幅增长，新房成交面积环比增速分别为106%、100%、45%。3) 三四线城市12月新房成交面积328.7万平，环比上涨8.0%，同比下降35.6%，同比降幅较上月扩大了8.8个百分点。三四线城市分化明显，除金华同比正增长以外，其余城市同比均出现不同程度的下跌。

图表 1. 12月40城新房成交面积1507.2万平，环比上涨17.2%，同比下降16.9%



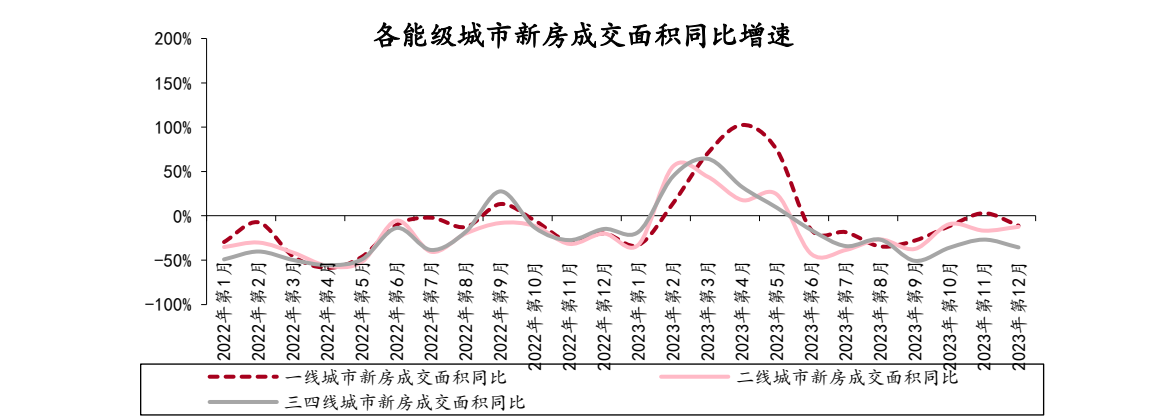
资料来源：同花顺，中银证券

图表 2. 12月一、二、三四线新房成交面积环比增速分别为1.0%、28.8%、8.0%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 3. 12月一、二、三四线新房成交面积同比增速分别为-11.0%、-12.4%、-35.6%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 4. 我们跟踪的城市中，71%的城市 12 月新房成交面积环比正增长

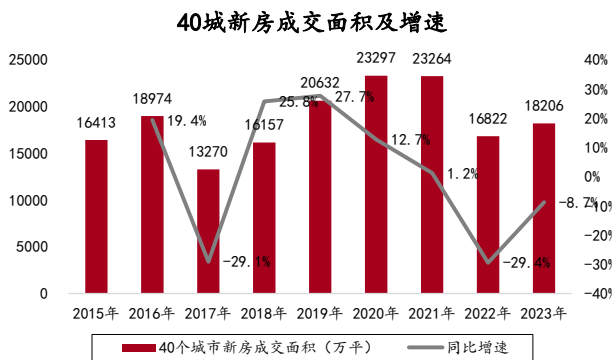
2023年12月全国重点城市新房成交面积（单位：万平）									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	50	37%	10%	三四线	金华	21	-57%	2%
	上海	104	9%	-15%		台州	22	76%	-1%
	广州	119	-20%	-1%		江门	7	-8%	-46%
	深圳	36	-1%	-40.0%		韶关	4	39%	-51%
	合计	309	1%	-11%		佛山	40	10%	-37%
二线	南宁	62	55%	61%		莆田	2	13%	-75%
	杭州	89	40%	5%		泰安	11	-20%	-56%
	南京	38	21%	-6%		焦作	4	-47%	-17%
	武汉	64	106%	-33%		温州	30	16%	-1%
	青岛	116	45%	4%		扬州	10	43%	-48%
	苏州	42	15%	-33%	惠州	48	-26%	-44%	
	福州	9	100%	-22%	合计	202	8%	-36%	
	济南	46	2%	-32%	总计	1010	17%	-17%	
	宁波	34	40%	-40%					
	合计	499	29%	-12%					

资料来源：同花顺，中银证券

全年新房成交规模下降 9%，一线城市相对韧性较强。2023 年全年 40 城新房成交面积 1.82 亿平，累计同比下降 8.7%。2023 年楼市呈现“脉冲式”复苏，一季度因疫情解封、政策调整带来了一波需求集中释放，2-4 月迎来了一波“小阳春”；二季度在供应收缩、需求退潮下销售复苏动能减弱。6-9 月市场持续走弱，明显承压；而后随着认房不认贷、核心一二线城市松绑限购等政策落地，四季度市场又迎来一轮短暂复苏，整体表现好于三季度。2023 年全年一、二、三四线城市新房成交面积同比增速分别为-0.7%、-11.2%、-11.3%。一线城市整体成交与 2022 年基本持平，核心城市相对韧性较强，而二线城市由于前期政策放松时间点更早，政策的边际效果有所减弱，因此同比降幅明显大于一线城市。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，市场持续低迷，同比仍有双位数负增长。

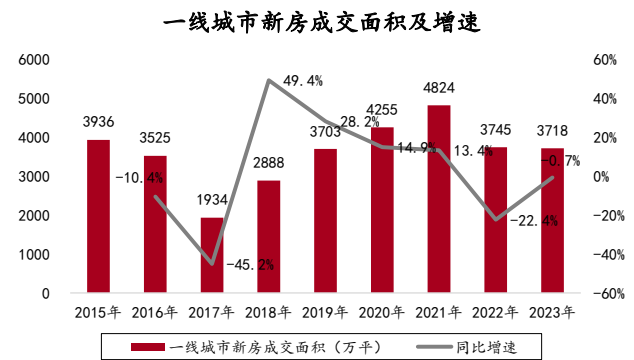
从具体城市来看，分化加剧，75%的城市 2023 年新房成交面积同比下跌。1) 一线城市中，北京、深圳等全年成交尚不及 2022 年，上海、广州成交规模同比正增长。其中北京新房成交面积同比仅下降 3%，上海、广州新房成交面积同比增速分别为 2%、3%，四季度“认房不认贷”、限购局部松绑、降首付、降利率、调整普宅标准等利好新政加持下，除深圳明显承压（新房成交面积同比下降 13%）以外，其余三个一线城市市场维持平稳运行。2) 二线城市中，仅青岛新房成交面积同比微增 2%，其余城市同比均下跌。杭州热点恒热，受到新政持续发酵+优质供应集中入市带动需求入市的影响，新房成交面积同比仅下降 1%。南宁、武汉等中西部城市行情自成一体，凭借巨大人口基数的自住需求支撑楼市短期热度，全年新房成交面积仅个位数负增长。苏州、宁波、济南等仅改善尚能走量，中心城区改善项目去化明显优于外围刚需，成交回调。3) 三四线城市中，金华、温州、惠州三个城市新房成交同比正增长，均位于长三角、大湾区核心城市群。其余三四线城市市场继续下行，需求透支严重，成交低迷，处于探底阶段。

图表 5. 2023 年 40 城新房成交面积 1.82 亿平，同比下降 8.7%



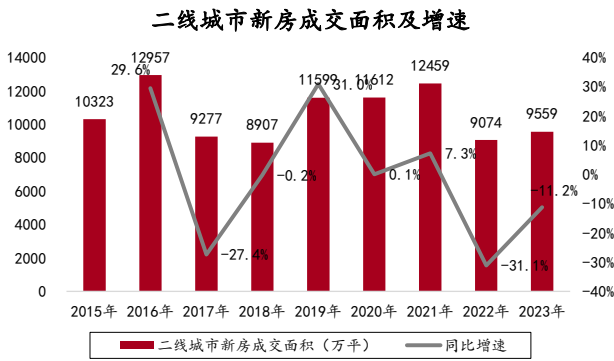
资料来源：同花顺，中银证券

图表 6. 2023 年一线城市新房成交面积同比下降 0.7%



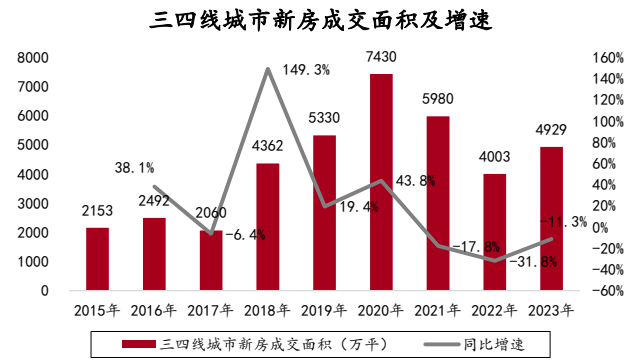
资料来源：同花顺，中银证券

图表 7. 2023 年二线城市新房成交面积同比下降 11.2%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 8. 2023 年三四线城市新房成交面积同比下降 11.3%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 9. 我们跟踪的城市中，75%的城市 2023 年新房成交面积同比下跌

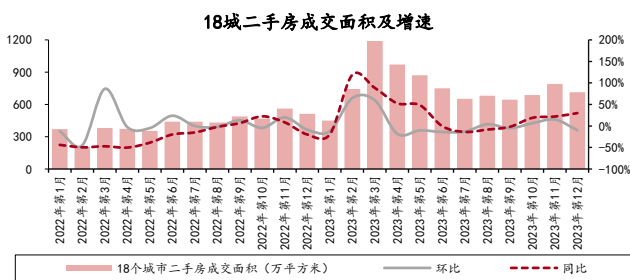
2023 年全国重点城市新房成交面积 (单位: 万平)							
能级	城市	成交面积	同比	能级	城市	成交面积	同比
一线	北京	751	-3%	三四线	金华	187	8%
	上海	1441	2%		台州	416	-32%
	广州	1077	3%		江门	104	-6%
	深圳	450	-13%		韶关	71	-30%
	合计	3719	-0.71%		佛山	622	-19%
二线	南宁	716	-5%		莆田	60	-43%
	杭州	1176	-1%		泰安	158	-6%
	南京	540	-25%		焦作	31	-33%
	武汉	1268	-4%		温州	676	11%
	青岛	1792	2%		扬州	149	-8%
	苏州	585	-37%	惠州	610	1%	
	福州	171	-23%	合计	3084	-11%	
	济南	799	-11%	总计	14422	-9%	
	宁波	573	-28%				
	合计	7619	-11%				

资料来源：同花顺，中银证券

1.2 二手房：低基数下 12 月二手房成交同比增幅扩大，全年二手房成交规模同比增长 23%

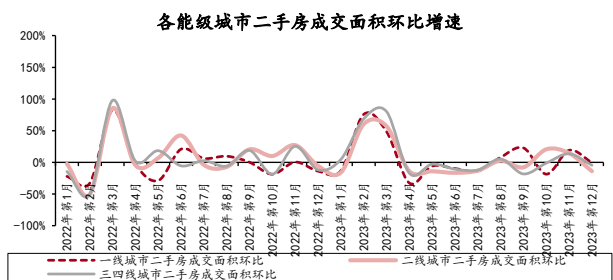
低基数影响下，12 月二手房成交同比增幅扩大。12 月 18 城二手房成交面积 713.7 万平，环比下降 9.6%，同比上涨 30.0%，同比增速较上月提升了 8.0 个百分点，主要是由于去年末为疫情集中爆发期，导致成交基数较低。12 月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为 -0.4%、-14.1%、-4.7%，同比增速分别为 41.2%、18.5%、43.7%，一、三四线城市同比增速较上月分别提升了 19.2、24.0 个百分点，二线城市同比增幅较上月缩小了 4.3 个百分点。环比来看，我们跟踪的城市中，仅两成二手房成交面积环比均回升，北京在政策利好下，环比增长 3%。反观深圳、南京、杭州、厦门、苏州、南宁等城市成交略显乏力，环比进入负增长区间。同比来看，受低基数影响，8 成的城市同比正增长。

图表 10. 12 月 18 城二手房成交面积 713.7 万平，环比下降 9.6%，同比上涨 30.0%



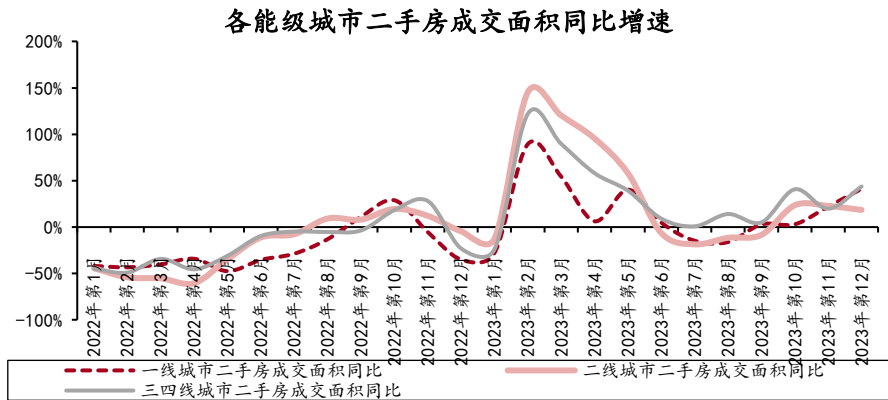
资料来源：同花顺，中银证券

图表 11. 12 月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为 -0.4%、-14.1%、-4.7%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 12. 12月一、二、三四线城市同比增速 41.2%、18.5%、43.7%



资料来源：同花顺，中银证券

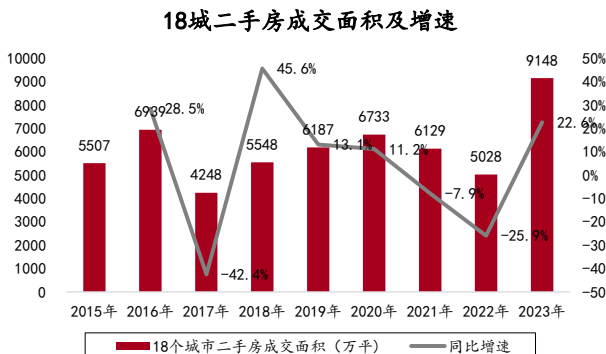
图表 13. 12月重点城市二手房成交8成环比负增长，8成同比正增长

2023年12月全国重点城市二手房成交面积 (单位: 万平)									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	117	3%	43%	三四线	金华	11	4%	-4%
	深圳	28	-12%	36%		韶关	12	-1%	46%
	合计	145	-0.4%	41%		佛山	60	-4%	58%
二线	杭州	52	-23%	15%	合计	83	-5%	44%	
	南京	64	-18%	39%	总计	428	-10%	30%	
	苏州	51	-13%	20%					
	厦门	16	-3%	-16%					
	南宁	17	-20%	5%					
	合计	200	-14%	18%					

资料来源：同花顺，中银证券

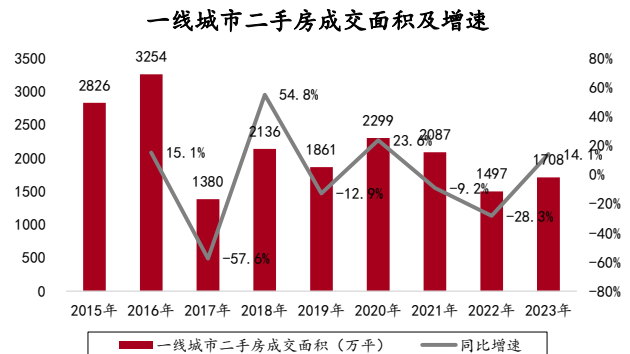
全年二手房成交规模同比增长 23%，成交表现明显好于新房。2023 年 18 城二手房成交面积 9148.0 万平，同比增长 22.6%。2023 年一、二、三四线城市累计同比增速分别为 14.1%、26.3%、28.9%。我们认为，整体看 2023 年二手房成交表现好于新房，主要原因在于：1) 市场对于新房交付的担忧仍没有消除；2) “认房不认贷”等政策更利好置换需求与二手房成交；3) 过去几年新房交付较多，增加了市场上次新房供应，为市场提供了比较好的选择。从月度走势来看，二手房成交同样呈脉冲式复苏走势。2-4 月为第一轮强复苏，疫情解禁、政策松绑等多重因素影响下，2 月二手房成交显现出强势复苏势头，同比大涨 119%，3 月成交保持快增（88%），4 月规模虽有所走弱，但回调幅度相对较小，市场韧性较足。5-8 月市场走弱。9 月以来的第二轮复苏行情，主要是在认房不认贷等政策刺激下，成交持续稳步回升，10-12 月连续三个月出现正增长。具体城市来看，除厦门二手房市场表现不及 2022 年，其余我们所有跟踪的城市二手房成交表现均好于 2022 年。一二线城市中深圳、杭州、南宁、南京等增幅居前，均超过三成。

图表 14. 2023 年 18 城二手房成交面积 9148 万平，同比增长 22.6%



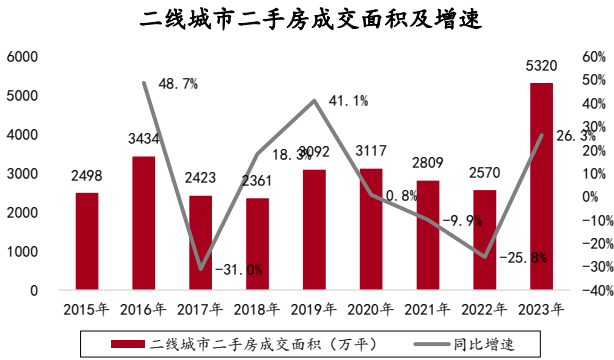
资料来源：同花顺，中银证券

图表 15. 2023 年一线城市二手房成交面积同比增长 14.1%



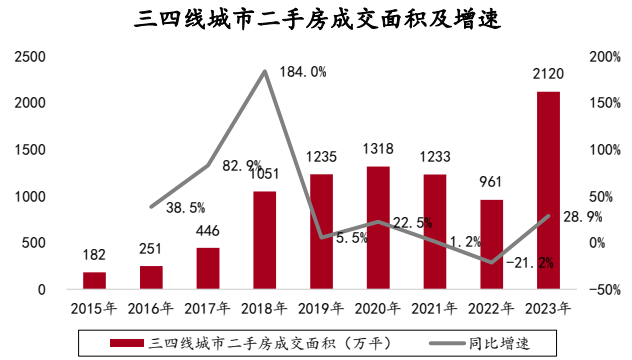
资料来源：同花顺，中银证券

图表 16. 2023 年二线城市二手房成交面积同比增长 26.3%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 17. 2023 年三四线城市二手房成交面积同比增长 28.9%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 18. 我们跟踪的城市中，90%的城市 2023 年二手房成交面积同比上涨

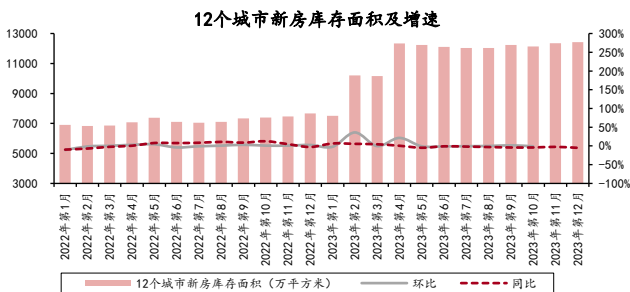
2023 年全国重点城市二手房成交面积 (单位: 万平)							
能级	城市	成交面积	同比	能级	城市	成交面积	同比
一线	北京	1399	9%	三四线	金华	146	48%
	深圳	309	47%		韶关	154	48%
	合计	1708	14%		佛山	730	35%
二线	杭州	579	33%		合计	1030	29%
	南京	897	30%	总计	5370	23%	
	苏州	690	27%				
	厦门	210	-8%				
	南宁	257	39%				
	合计	2632	26%				

资料来源：同花顺，中银证券

1.3 库存：库存与去化周期环比均提升；重点城市开盘去化率环比持续回落

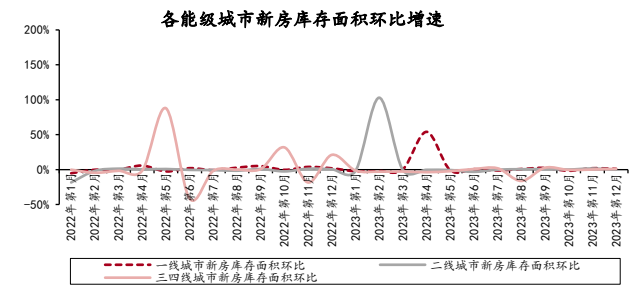
库存规模与去化周期环比均提升。截至 2023 年 12 月末，我们跟踪的 12 城新房库存面积为 1.24 亿平，环比上月上涨 0.6%，同比 2022 年末下降 5.1%；整体去化周期为 17.0 个月，环比上月上升 0.2 个月，同比上涨 4.0 个月。一、二、三四线城市库存面积环比上月增速分别为 1.1%、-0.1%、1.1%，同比 2022 年末增速分别为 -2.3%、-6.8%、-21.1%。一、二、三四线城市去化周期分别为 17.2、15.2、56.0 个月，环比上月增速分别为 3.3%、-2.1%、18.5%，同比增速分别为 19.2%、45.7%、97.3%。具体来看，12 月我们跟踪的城市中三分之二的城市去化周期环比拉长，仅上海、杭州去化周期在 12 个月内。

图表 19. 截至 2023 年 12 月末，12 个城市新房库存面积为 1.24 亿平，环比上月上涨 0.6%，同比下降 5.1%



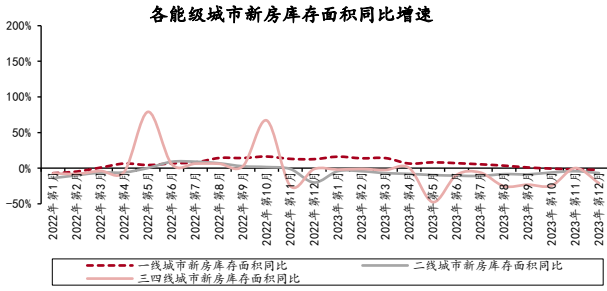
资料来源：同花顺，中银证券

图表 20. 截至 2023 年 12 月末，一、二、三四线城市库存面积环比上月增速分别为 1.1%、-0.1%、1.1%



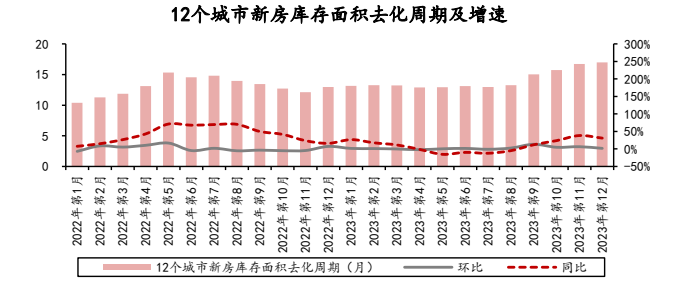
资料来源：同花顺，中银证券

图表 21.截至 2023 年末，一、二、三四线城市库存面积同比增速分别为-2.3%、-6.8%、-21.1%



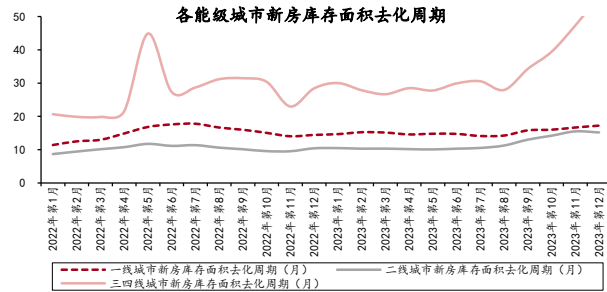
资料来源：同花顺，中银证券

图表 22.截至 2023 年 12 月末，12 个城市整体新房库存面积去化周期为 17.0 个月，环比上月上升 0.2 个月，同比上涨 4.0 个月



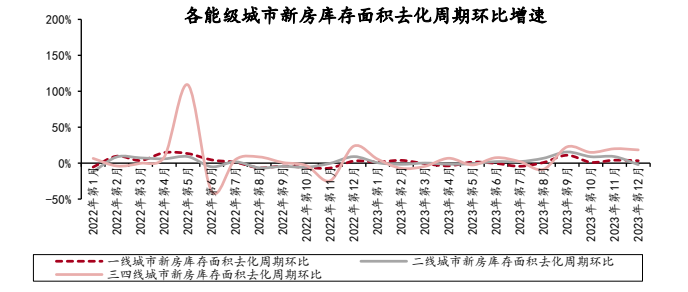
资料来源：同花顺，中银证券

图表 23.截至 2023 年末末，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为 17.2、15.2、56.0 个月



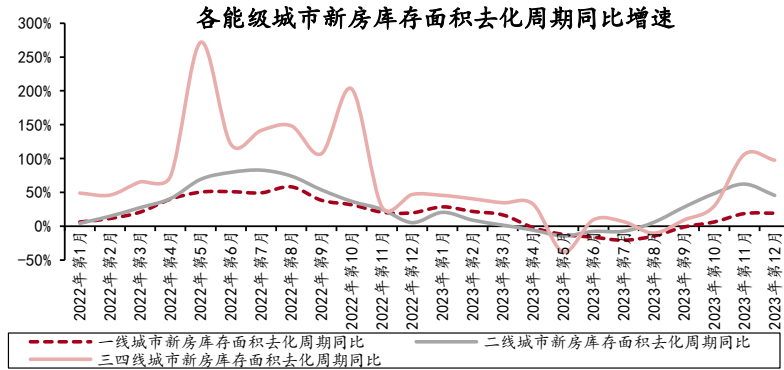
资料来源：同花顺，中银证券

图表 24.截至 2023 年 12 月末，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期环比增速分别为 3.3%、-2.1%、18.5%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 25.截至 12 月末，一、二、三线城市新房库存面积去化周期同比增速分别为 19.2%、45.7%、97.3%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 26.截至 12 月底，三分之二的城市去化周期环比拉长

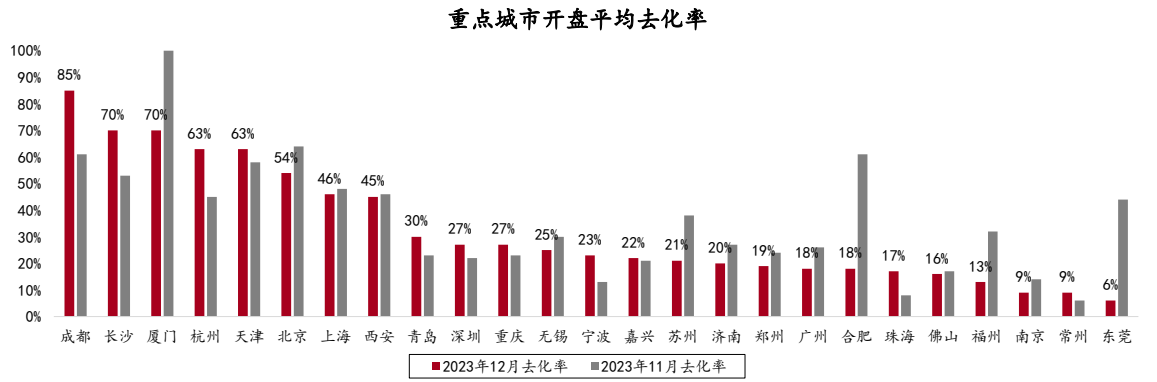
2023 年 12 月全国重点城市新房库存面积及去化周期 (单位: 万平、月)							
能级	城市	库存面积	环比	同比	去化周期	环比	同比
一线	上海	726	1%	15%	6.4	6%	50%
	北京	2517	2%	-7%	26.0	-1%	-3%
	深圳	929	-2%	-1%	29.3	6%	44%
二线	杭州	635	-5%	-8%	7.8	-8%	21%
	苏州	706	1%	-5%	17.4	5%	60%
	宁波	814	-2%	-2%	22.2	2%	98%
三四线	福州	435	-2%	-17%	36.7	-8%	21%
	韶关	223	-0.3%	6%	60.9	22%	125%
	莆田	150	4%	-43%	50.1	15%	70%

资料来源：同花顺，中银证券

数据说明：商品房：北京，深圳；商品住宅：上海，杭州，苏州，宁波，福州，韶关，莆田。

据克而瑞数据，重点城市 12 月平均开盘去化率为 33%，较上月下降 3 个百分点。12 月各城市房企推盘稳步放量，成交小幅翘尾，但去化率受推盘结构、购房信心不足的双重影响有所下降。目前来看，12 月各城市去化率环比跌多涨少，福州、东莞、厦门等城市 12 月推盘量均在 5 个以内，因而去化率波动幅度较大，出现大涨大跌行情。杭州、成都、宁波、长沙等因适销改善盘集中入市拉动去化率稳中有增。南京、济南、郑州等去化率均不足 20%，延续筑底行情。

图表 27. 重点城市 12 月平均开盘去化率为 33%，较上月下降 3 个百分点

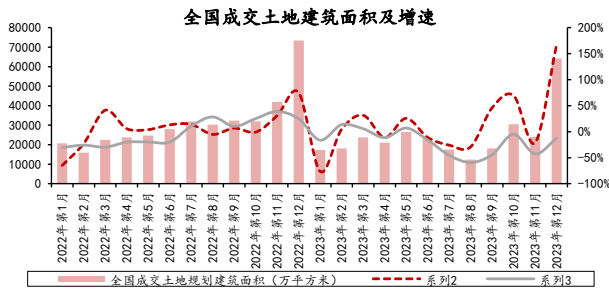


资料来源：克而瑞，中银证券

2 土地市场：年末成交规模翘尾，溢价率创 2023 年新低

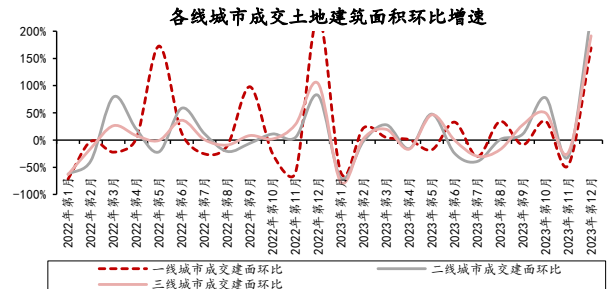
12 月土地市场出现明显的“翘尾行情”。12 月全国（300 城）成交土地规划总建筑面积为 6.4 亿平，环比上涨 167.3%，同比下降 12.5%，同比降幅较 11 月收窄了 30.2 个百分点；百城土地规划总建筑面积为 3.4 亿平，环比上涨 200.5%，同比下降 10.7%，同比降幅较 11 月收窄了 29.8 个百分点；一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为 169.5%、228.0%、191.5%，同比增速分别为-5.0%、0.1%、-14.9%。单看住宅用地，全国住宅类成交土地建面 2.5 亿平，环比上涨 202.8%，同比下降 10.0%，同比降幅较 11 月收窄了 31.3 个百分点；百城住宅类成交土地建面 1.3 亿平，环比上涨 269.5%，同比下降 6.5%，同比降幅较 11 月收窄了 35.0 个百分点；一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为 1692.4%、316.5%、242.0%，同比增速分别为 69.3%、17.5%、-16.0%。年末土地成交规模出现明显“翘尾行情”，一方面是由于 11 月以来供地规模增加（12 月成交），北京、上海、武汉、长沙、西安、济南、杭州等多个核心城市在 12 月集中土拍，另一方面也与近期行业融资渠道有所改善有关。12 月长沙、西安、成都、武汉、天津、郑州等城市成交建面突破 200 万平。三四线城市中，徐州、常州、淮安等月内成交面积也达到 100 万平以上。

图表 28. 12 月全国成交土地规划总建筑面积为 6.4 亿平，环比上涨 167.3%，同比下降 12.5%



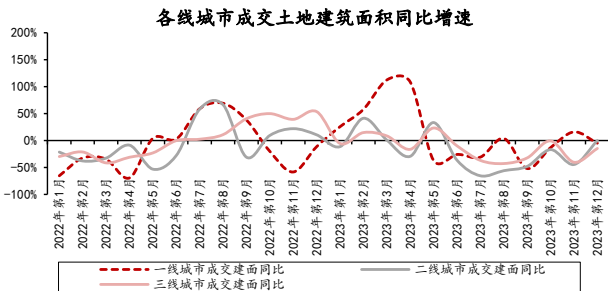
资料来源：Wind，中银证券

图表 29. 12 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为 169.5%、228.0%、191.5%



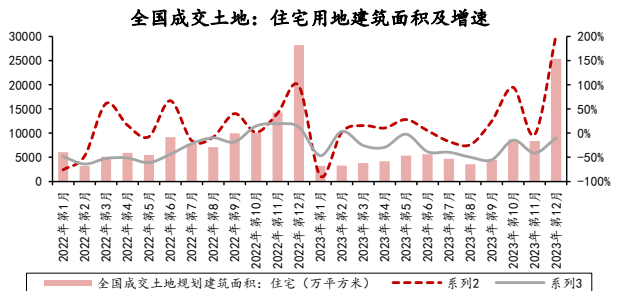
资料来源：Wind，中银证券

图表 30. 12 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积同比增速分别为-5.0%、0.1%、-14.9%



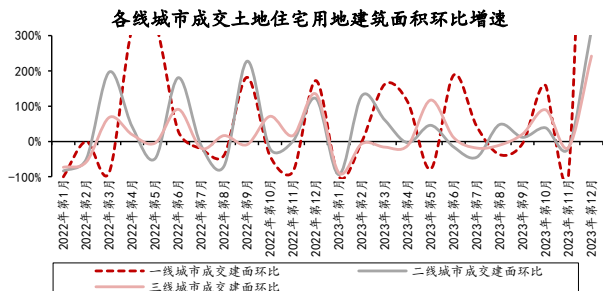
资料来源：Wind，中银证券

图表 31. 12 月全国住宅类成交土地建面 25371.7 万平，环比上涨 202.8%，同比下降 10.0%



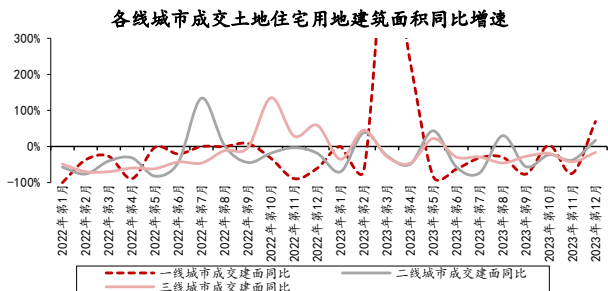
资料来源：Wind，中银证券

图表 32. 12 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为 1692.4%、316.5%、242.0%



资料来源：Wind，中银证券

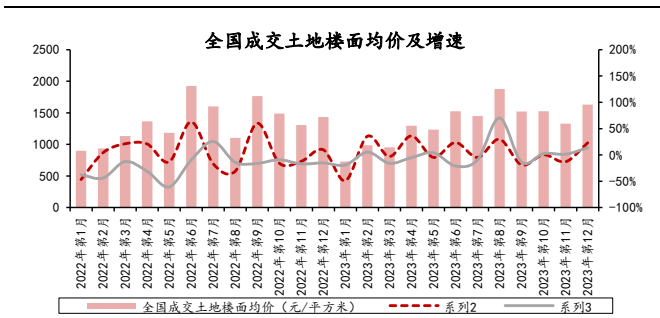
图表 33. 12 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面同比增速分别为 69.3%、17.5%、-16.0%



资料来源：Wind，中银证券

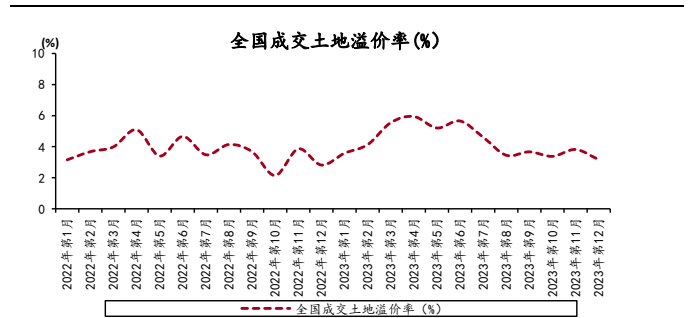
从市场热度来看，12月全国住宅类用地土拍平均溢价率 2.8%，创 2023 年月度新低。从全类型土地来看，12月全国（300城）成交土地平均楼面价 1629 元/平，环比上涨 22.8%，同比上涨 13.7%；平均土地溢价率为 3.17%，较上月减少 0.65 个百分点，较 2022 年同期上涨了 0.35 个百分点。百城成交土地平均楼面价 2243 元/平，环比上涨 20.1%，同比上涨 14.2%；平均土地溢价率为 2.53%，较上月下降 0.71 个百分点，较 2022 年同期上涨 0.41 个百分点。一、二、三线城市成交土地楼面均价分别 5924、2618、1877 元/平，环比增速分别为 176.3%、19.4%、8.9%，同比增速分别为 44.1%、13.3%、8.3%；平均溢价率分别为 2.76%、1.65%、3.05%，一、三线城市环比分别上升 2.76、0.03 个百分点，二线城市环比下降 2.53 个百分点。从住宅类用地来看，全国（300城）住宅类用地成交平均楼面价为 3171 元/平，环比上涨 17.7%，同比上涨 14.3%，随着一二线城市成交占比的回升，成交均价也有所上涨，但仍处于年内低位。本月全国住宅类用地平均溢价率为 2.75%，环比下降 1.50 个百分点，较去年同期下降 0.05 个百分点，创 2023 年月度新低。百城住宅类用地成交平均楼面价为 4554 元/平，环比上涨 6.7%，同比上涨 14.8%。本月百城住宅类用地平均溢价率为 2.25%，环比下降 1.04 个百分点，较去年同期上涨 0.24 个百分点。一、二、三线城市住宅类用地平均楼面价为 21121、5216、3703 元/平，环比增速分别为 -7.5%、-5.4%、1.3%，同比增速分别为 9.0%、3.7%、10.4%；一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 3.18%、1.86%、2.35%，一线城市环比上涨了 3.18 个百分点，二、三线城市环比分别下降了 2.89、0.20 个百分点。12月虽然土地成交规模大幅上升，但土地质量相对一般，叠加市场预期仍未好转，房企拿地信心仍未回稳，月度溢价率仍创下了年内新低。从具体城市来看，仅杭州、成都、上海、长沙等尚能保持一定热度，而武汉、天津、宁波、南京等城市月内土拍均为零溢价。

图表 34. 12月全国成交土地平均楼面价 1629 元/平，环比上涨 22.8%，同比上涨 13.7%



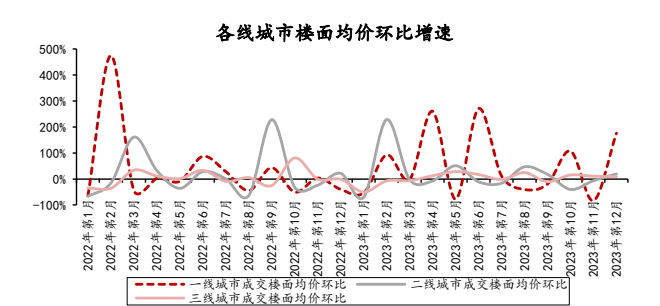
资料来源：Wind，中银证券

图表 35. 12月全国成交土地平均土地溢价率为 3.17%，较上月减少 0.65 个百分点，较 2022 年同期上涨了 0.35 个百分点



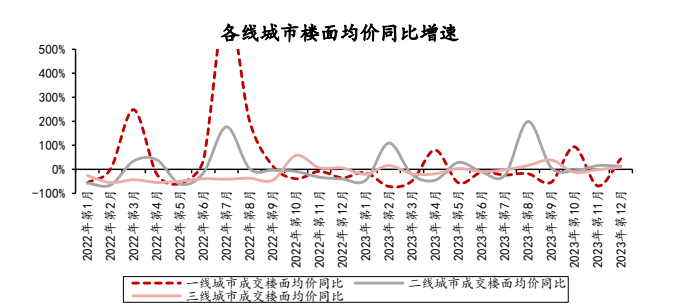
资料来源：Wind，中银证券

图表 36. 12月一、二、三线城市成交土地楼面价环比增速分别为 176.3%、19.4%、8.9%



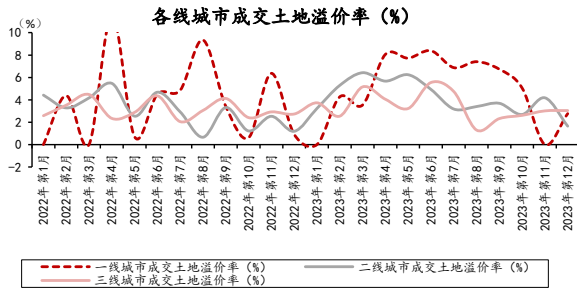
资料来源：Wind，中银证券

图表 37. 12月一、二、三线城市成交土地楼面价同比增速分别为 44.1%、13.3%、8.3%



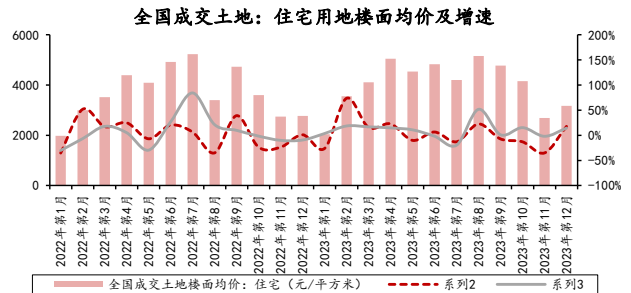
资料来源：Wind，中银证券

图表 38. 12月一、二、三线城市成交土地平均溢价率分别为 2.76%、1.65%、3.05%



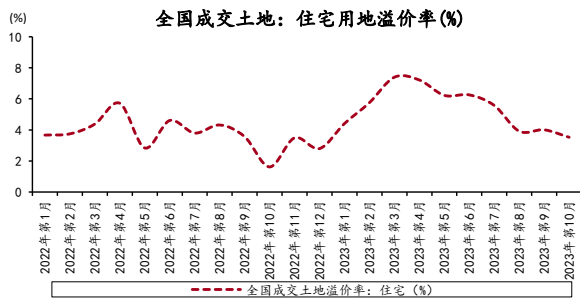
资料来源: Wind, 中银证券

图表 39. 12月全国住宅类用地成交土地平均楼面价为 3171 元/平, 环比上涨 17.7%, 同比上涨 14.3%



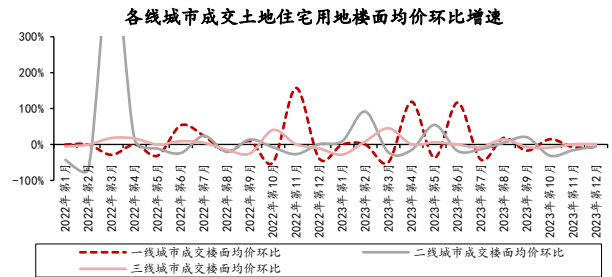
资料来源: Wind, 中银证券

图表 40. 12月全国住宅类用地平均溢价率为 2.75%, 环比下降 1.50 个百分点, 较去年同期下降 0.05 个百分点



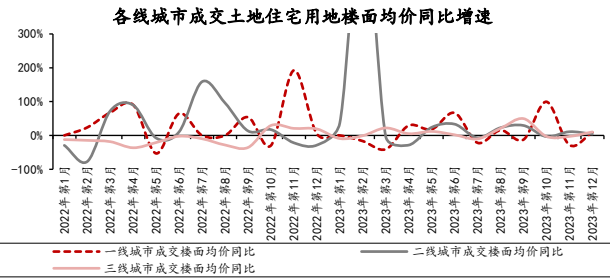
资料来源: Wind, 中银证券

图表 41. 12月一、二、三线城市住宅类用地成交土地平均楼面价环比增速为 -7.5%、-5.4%、1.3%



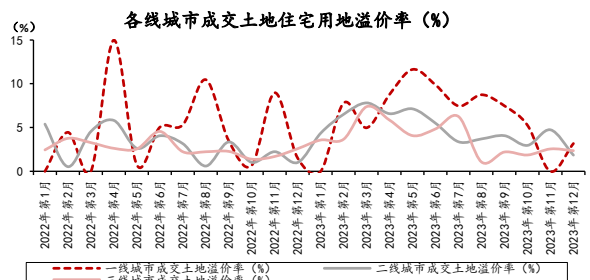
资料来源: Wind, 中银证券

图表 42. 12月一、二、三线城市住宅类用地成交土地平均楼面价同比增速分别为 9.0%、3.7%、10.4%



资料来源: Wind, 中银证券

图表 43. 12月一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 3.18%、1.86%、2.35%



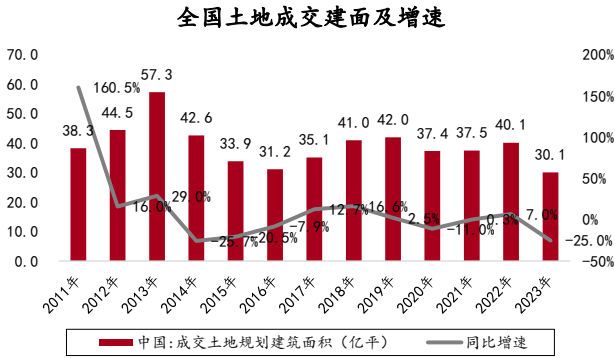
资料来源: Wind, 中银证券

全年土地成交建面同比降幅超两成, 规模下探至十年新低。2023 年全国 (300 城) 成交土地规划总建面 30.1 亿平, 同比下降 25.0%, 成交规模下探至 2011 年以来最低位; 成交总价 4.21 万亿元, 同比下降 23.1%; 楼面均价 1400 元/平, 同比增长 2.6%; 平均溢价率 4.1%, 同比上升 0.4 个百分点。其中, 一、二、三线城市成交建面分别为 8182 万平、4.5 亿平、10.2 亿平, 同比增速分别为 -8.6%、-25.5%、-19.8%; 成交总价分别为 6114 亿元、1.2 万亿元、1.4 万亿元, 同比增速分别为 -23.0%、-22.7%、-19.5%; 楼面均价分别为 7472、3600、1355 元/平, 同比增速分别为 -15.8%、3.7%、0.3%; 平均土地溢价率分别为 5.8%、4.0%、3.3%, 同比分别上升 1.9、1.1、0.3 个百分点。

单看住宅类用地，全年住宅类用地土地成交建面同比降幅超三成；一二线优质地块成交占比提升，平均住宅用地地价再创历史新高。2023年全国（300城）住宅类用地成交土地规划总建面 8.3 亿平，同比下降 30.9%，成交规模下探至 2010 年以来最低位；成交总价 3.17 万亿元，同比下降 23.7%；楼面均价 3842 元/平，同比增长 10.4%，由于核心一二线优质地块成交占比提升，平均住宅用地地价再创历史新高；平均溢价率 4.6%，同比上升 0.9 个百分点。其中，一、二、三线城市成交建面分别为 2164 万平、1.4 亿平、2.7 亿平，同比增速分别为-30.6%、-28.8%、-26.4%；成交总价分别为 5184 亿元、1.0 万亿元、9833 亿元，同比增速分别为-23.5%、-21.1%、-21.2%；楼面均价分别为 23960、7346、3701 元/平，同比增速分别为 10.3%、10.7%、7.1%；平均土地溢价率分别为 6.9%、4.5%、3.1%，同比分别上升 2.4、1.5、0.6 个百分点。

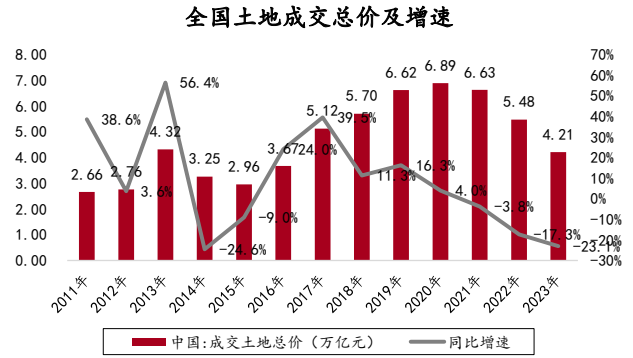
我们认为，在楼市端表现持续低迷的影响下，2024 年土地市场也持续低位运行。2023 年土地成交量与成交总价降幅超过两成，土拍整体热度也较低。近期虽然有部分城市在土地端有“取消土地拍卖中的地价限制”的利好推出，但我们认为，单靠这一个政策并不能够大幅刺激市场，土地投资意愿的修复仍更多需要参考市场销售情况和企业融资状况而定。但不少城市在这样的政策下，开始积极推出优质核心地块，这在一定程度上，能够提振市场热度，加大企业的拿地信心，当然也会进一步加剧土地市场冷热分化。例如我们看到在杭州，12 月 12 日 2023 年第十三批次集中土拍平均溢价率达 10.99%，其中拱墅区两宗地块分别拍出了 38.32%、26.8%的溢价率水平。在市场筑底企稳过程中，企业投资或更加聚焦，优质地块投资竞争度或将持续加码。

图表 44. 全国（300 城）2023 年土地成交建面 30.1 亿平，同比下降 25.0%



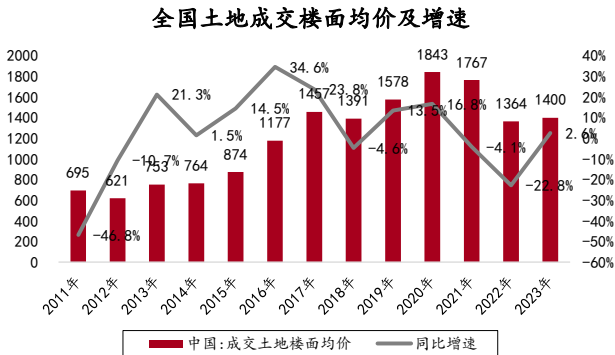
资料来源: Wind, 中银证券

图表 45. 全国（300 城）2023 年土地成交总价 4.21 万亿元，同比下降 23.1%



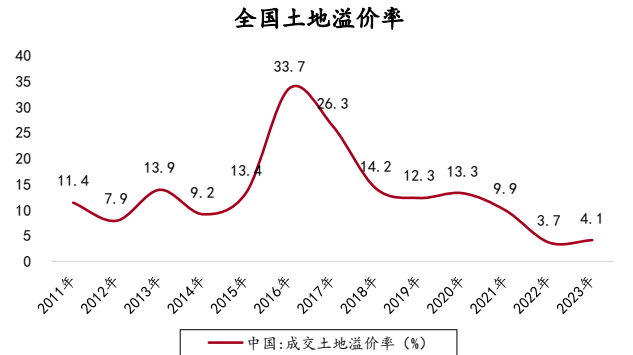
资料来源: Wind, 中银证券

图表 46. 全国（300 城）2023 年土地成交楼面均价 1400 元/平，同比增长 2.6%



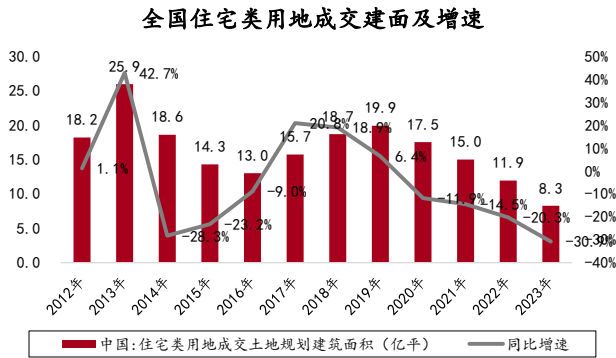
资料来源: Wind, 中银证券

图表 47. 全国（300 城）2023 年土拍溢价率为 4.1%，同比提升了 0.4 个百分点



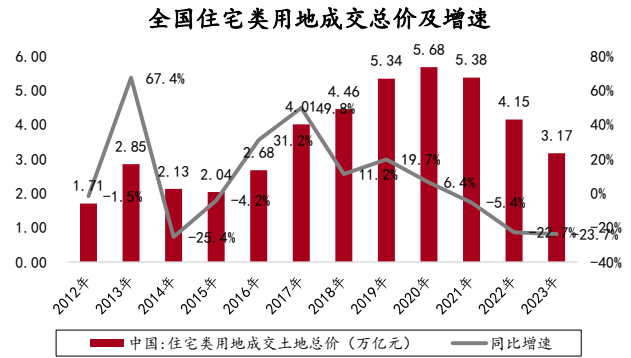
资料来源: Wind, 中银证券

图表 48. 全国（300城）2023 年住宅类用地成交建面 8.3 亿平，同比下降 30.9%



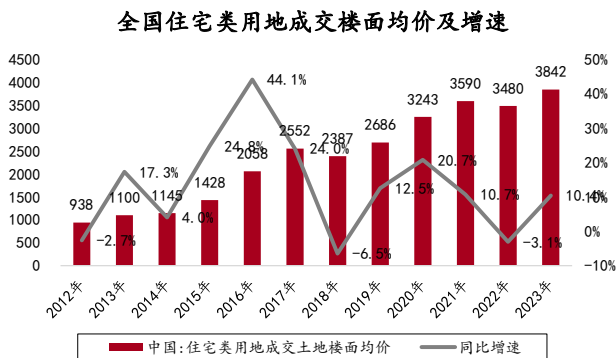
资料来源: Wind, 中银证券

图表 49. 全国（300城）2023 年住宅类用地成交总价 3.17 万亿元，同比下降 23.7%



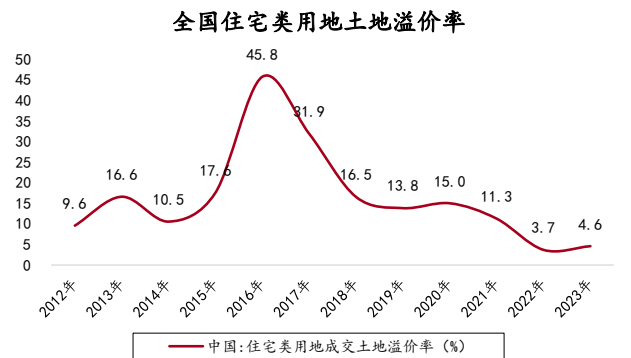
资料来源: Wind, 中银证券

图表 50. 全国（300城）2023 年住宅类用地成交楼面均价 3842 元/平，同比增长 10.4%



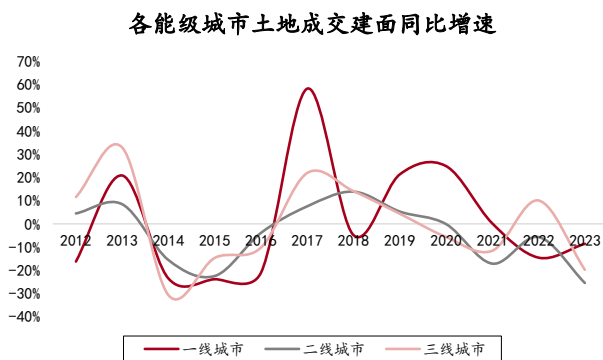
资料来源: Wind, 中银证券

图表 51. 全国（300城）2023 年住宅类用地土拍溢价率为 4.6%，同比提升了 0.9 个百分点



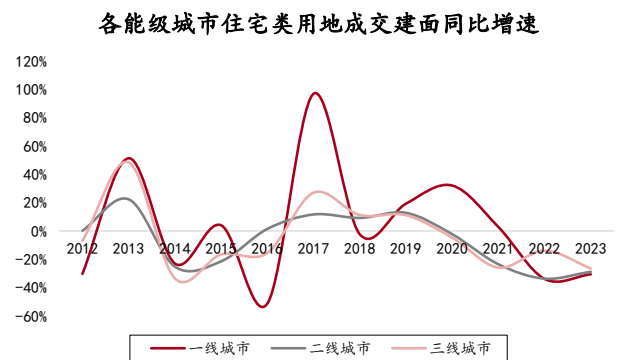
资料来源: Wind, 中银证券

图表 52. 2023 年一、二、三四线城市土地成交建面同比增速分别为 -8.6%、-25.5%、-19.8%



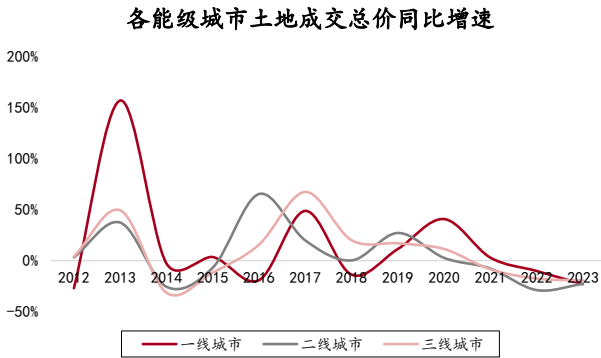
资料来源: Wind, 中银证券

图表 53. 2023 年一、二、三四线城市住宅类用地土地成交建面同比增速分别为 -30.6%、-28.8%、-26.4%



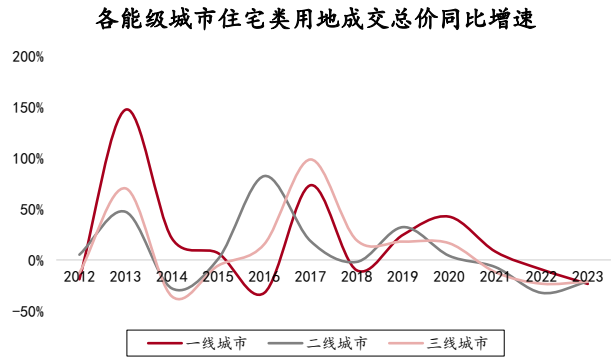
资料来源: Wind, 中银证券

图表 54. 2023 年一、二、三四线城市土地成交总价同比增速分别为-23.0%、-22.7%、-19.5%



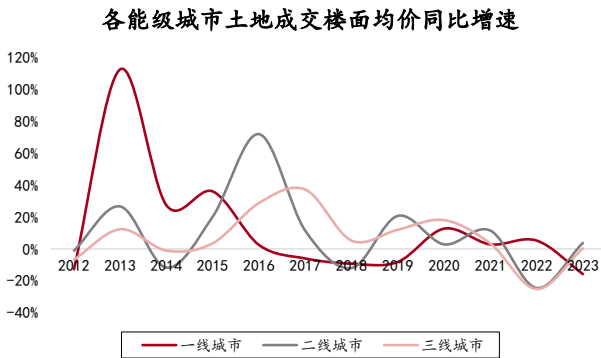
资料来源: Wind, 中银证券

图表 55. 2023 年一、二、三四线城市住宅类用地土地成交总价同比增速分别为-23.5%、-21.1%、-21.2%



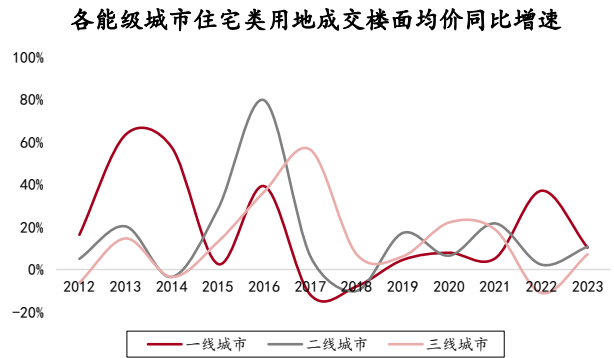
资料来源: Wind, 中银证券

图表 56. 2023 年一、二、三四线城市土地成交楼面均价同比增速分别为-15.8%、3.7%、0.3%



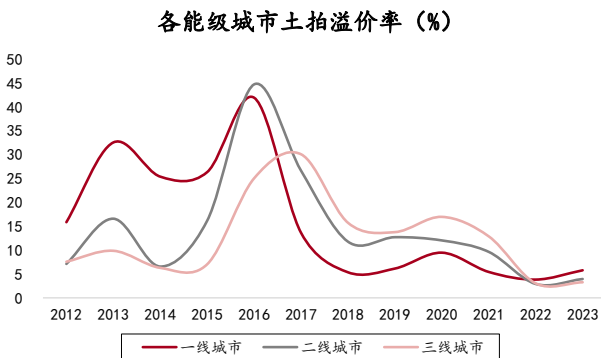
资料来源: Wind, 中银证券

图表 57. 2023 年一、二、三四线城市住宅类用地土地成交楼面均价同比增速分别为 10.3%、10.7%、7.1%



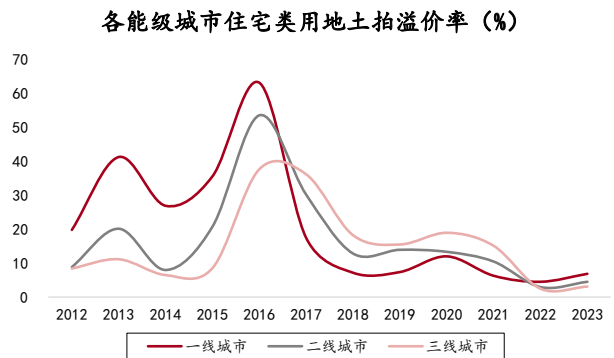
资料来源: Wind, 中银证券

图表 58. 2023 年一、二、三四线城市土地成交溢价率分别为 5.8%、4.0%、3.3%



资料来源: Wind, 中银证券

图表 59. 2023 年一、二、三四线城市住宅类用地溢价率分别为 6.9%、4.5%、3.1%



资料来源: Wind, 中银证券

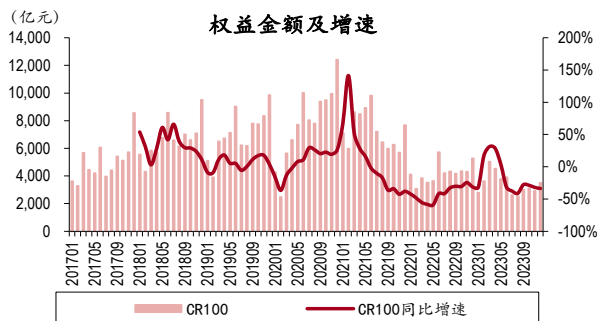
3 房企：2023 年百强房企销售投资融资总量持续收缩，整体格局未见改变

3.1 销售：百强房企单月销售同比降幅扩大，全年销售总量下降 18%

从 12 月单月来看，百强房企全口径销售同比降幅扩大。百强房企 12 月单月实现全口径销售额 4647 亿元，同比下降 37.6%（前值：-29.5%）；权益口径 3495 亿元，同比下降 33.8%（前值：-32.1%）。各梯队单月全口径销售同比降幅均扩大。CR5、CR10、CR20、CR50 单月全口径销售额增速分别为-43.0%、-38.0%、-41.3%、-40.1%，同比降幅分别扩大 29.3、18.1、15.0、9.5 个百分点；权益口径销售额增速分别为-32.1%、-32.5%、-36.2%、-36.4%，同比降幅分别扩大 11.1、7.6、5.0、4.2 个百分点。TOP20 房企中，12 月单月仅中交（+3.2%）销售额同比正增长，绿城、建发、铁建仅个位数负增长。

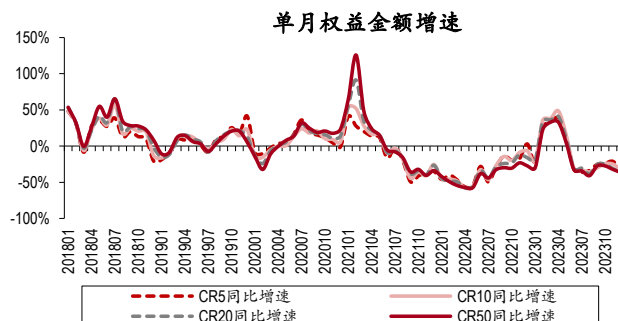
从全年来看，2023 年百强房企全口径销售规模下降 18%，仍处于低位调整期。百强房企 2023 年全年实现全口径销售额 6.01 万亿元，同比下降 17.7%，较 2022 年降幅收窄 24.6 个百分点；权益口径 4.24 万亿元，同比下降 17.0%，较 2022 年降幅收窄 25.4 个百分点，降幅虽然较 2022 年有所收窄，但整体销售规模已经回到 2016-2017 年的水平。从全年走势来看，一季度由低位拉升，3、4 月出现一波小高峰，随后支撑不足、房企推盘积极性降低，市场下行，下半年基本处于低位运行，虽然年末各大房企进入年终销售冲刺阶段，加大供货量和营销力度，但楼市复苏动能不足，销售也未有明显起色。其中，前二十的房企降幅相对最小。2023 年 CR5、CR10、CR20、CR50 全口径销售额增速分别为-11.8%、-13.2%、-14.6%、-16.3%；权益口径销售额增速分别为-13.5%、-10.8%、-13.6%、-16.0%。TOP20 房企中，2023 年全年销售额同比仍能保持正增长的有：越秀（+13%）、建发（+11%）、中交（+8%）、华发（+5%）、中海（+5%）、华润（+2%）、招蛇（+0.3%）。

图表 60. 百强房企 12 月单月权益口径销售额为 3495 亿元，同比下降 33.8%



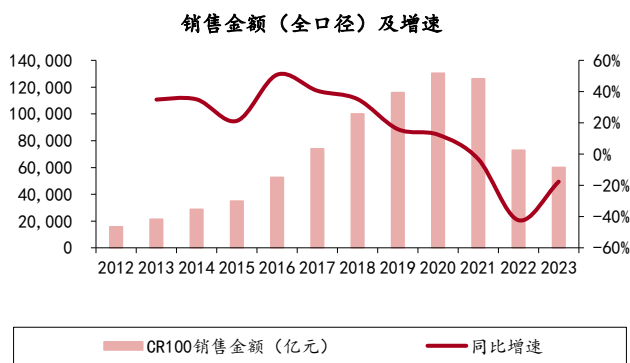
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 61. 12 月 CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径销售额增速分别为-32.1%、-32.5%、-36.2%、-36.4%



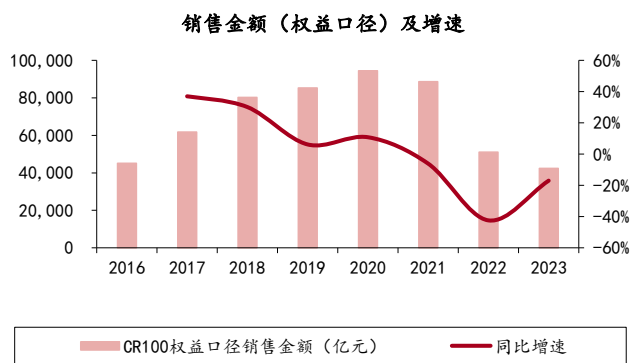
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 62. 百强房企 2023 年全年实现全口径销售额 6.01 万亿元，同比-17.7%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 63. 百强房企 2023 年全年实现权益口径 4.24 万亿元，同比-17.0%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 64. 12 月各梯队单月全口径销售同比降幅均扩大

房企梯队	单月全口径销售 (亿元)			单月全口径销售增速		
	2022 年 12 月	2023 年 11 月	2023 年 12 月	2022 年 12 月	2023 年 11 月	2023 年 12 月
CR5	2301	1335	1311	2.7%	-13.7%	-43.0%
CR10	3560	2121	2206	-7.4%	-19.9%	-38.0%
CR20	5161	2916	3032	-14.4%	-26.2%	-41.3%
CR50	6801	3747	4073	-26.9%	-30.6%	-40.1%
CR100	7449	4255	4647	-31.8%	-29.5%	-37.6%
房企梯队	单月权益口径销售 (亿元)			单月权益口径销售增速		
	2022 年 12 月	2023 年 11 月	2023 年 12 月	2022 年 12 月	2023 年 11 月	2023 年 12 月
CR5	1642	929	1115	3.0%	-21.0%	-32.1%
CR10	2631	1465	1777	-6.6%	-24.9%	-32.5%
CR20	3642	1974	2325	-16.0%	-31.2%	-36.2%
CR50	4809	2597	3059	-27.3%	-32.2%	-36.4%
CR100	5275	2924	3495	-31.3%	-32.1%	-33.8%

资料来源：克而瑞，中银证券

图表 65. TOP20 房企中，2023 年全年销售额同比仍能保持正增长的有：越秀 (+13%)、建发 (+11%)、中交 (+8%)、华发 (+5%)、中海 (+5%)、华润 (+2%)、招蛇 (+0.3%)

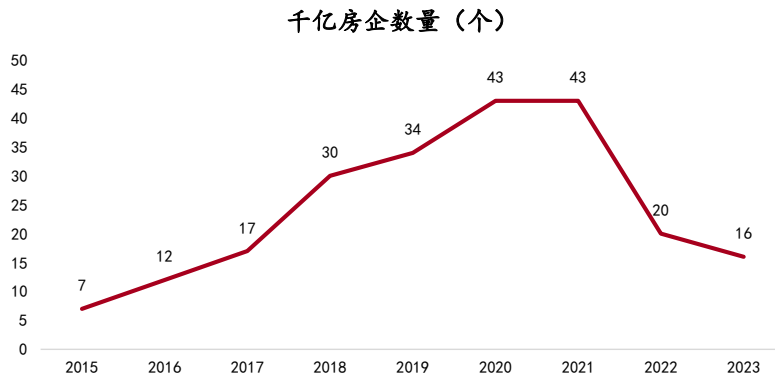
销售排名	公司	1-12月全口径金额		12月全口径金额		11月全口径金额		12月权益金额		11月权益金额		12月全口径面积		11月全口径面积	
		同比	同比	同比	同比	同比	同比	同比	同比	同比	同比	同比	同比		
1	保利发展	4246	-7.2%	251	-56.1%	313	-15.4%	347	-8.7%	215	-15.7%	123	-64.7%	168	-25.3%
2	万科	3755	-10.6%	325	-25.2%	314	2.7%	211	-25.2%	204	2.7%	202	-30.4%	197	3.7%
3	中海地产	3098	4.8%	228	-38.0%	230	-7.0%	205	-40.3%	207	-10.4%	96	-47.0%	99	-14.5%
4	华润置地	3070	1.9%	210	-57.7%	242	9.1%	142	-62.1%	152	-15.2%	85	-63.3%	104	-10.5%
5	招商蛇口	2936	0.3%	228	-47.1%	236	3.2%	172	-33.8%	147	5.8%	85	-62.4%	105	34.6%
6	碧桂园	2169	-53.3%	45	-84.1%	78	-76.4%	36	-83.9%	63	-75.7%	55	-84.1%	97	-75.3%
7	绿城中国	1943	-8.7%	255	-6.2%	205	-12.2%	157	-6.2%	151	3.5%	65	-26.8%	83	-2.5%
8	建发国际	1891	11.0%	252	-1.1%	183	-24.9%	159	-7.5%	107	-29.5%	133	22.3%	61	-31.0%
9	龙湖集团	1736	-14.6%	109	-45.6%	105	-39.8%	75	-25.5%	67	-38.6%	76	-39.1%	64	-56.5%
10	金地集团	1536	-30.8%	104	-48.9%	102	-43.4%	65	-48.9%	63	-43.4%	67	-33.9%	71	-28.4%
11	滨江集团	1535	-0.3%	104	-49.1%	108	-29.2%	42	-55.2%	41	-41.6%	25	-39.3%	30	-6.8%
12	越秀地产	1425	13.1%	97	-57.6%	118	-1.2%	58	-74.5%	71	-40.7%	26	-62.6%	43	7.5%
13	中国金茂	1412	-8.9%	92	-47.6%	100	-30.0%	63	-47.6%	69	-30.0%	63	-45.0%	92	78.8%
14	华发股份	1260	4.8%	48	-72.9%	91	-50.4%	32	-73.9%	61	-34.5%	22	-69.7%	25	-40.0%
15	中国铁建	1216	-5.1%	206	-7.7%	172	-26.7%	180	12.7%	121	-37.9%	134	316.5%	104	-45.7%
16	绿地控股	1135	-19.0%	110	-50.3%	101	-2.3%	99	-50.3%	91	-2.3%	120	-37.1%	90	-5.3%
17	融创中国	847	-50.0%	55	-32.4%	36	-56.5%	30	-36.0%	20	-55.5%	41	-32.6%	24	-60.3%
18	新城控股	758	-34.9%	46	-30.1%	51	-23.9%	34	-24.5%	38	-19.3%	65	-8.6%	72	8.3%
19	旭辉控股	700	-43.4%	54	-12.7%	37	-11.9%	28	-23.2%	19	-23.0%	52	11.6%	28	43.8%
20	中交地产	698	7.5%	74	3.2%	39	-36.4%	50	30.7%	25	-21.6%	40	55.0%	19	-36.7%
CR5		17106	-11.8%	1311	-43.0%	1335	-13.7%	1115	-32.0%	929	-21.0%	711	-50.7%	679	-43.7%
CR10		26380	-13.2%	2206	-38.0%	2121	-19.9%	1777	-32.5%	1465	-24.8%	1120	-48.2%	1139	-33.8%
CR20		37366	-14.6%	3032	-41.3%	2916	-26.2%	2325	-36.2%	1974	-31.2%	1641	-43.3%	1615	-30.8%
CR50		50710	-16.3%	4073	-40.1%	3747	-30.6%	3059	-36.4%	2597	-32.2%	2195	-42.5%	2121	-31.5%
CR100		60064	-17.7%	4647	-37.6%	4255	-29.5%	3495	-33.8%	2924	-32.1%	2487	-39.8%	2408	-30.1%

资料来源：克而瑞，中银证券

备注：金额单位：亿元；面积单位：万平。

千亿房企明显减少。2023 年全口径销售金额规模超过千亿的房企仅剩 16 家（保利、万科、中海、华润、招蛇、碧桂园、绿城、建发、龙湖、金地、滨江、越秀、金茂、华发、铁建、绿地），较 2022 年减少了 4 家，较 2020-2021 年减少了 27 家。

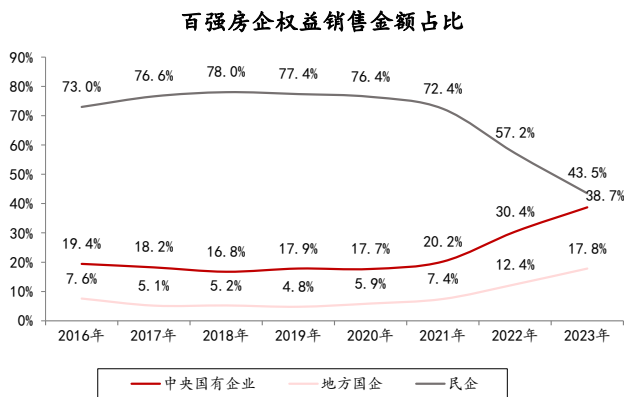
图表 66. 2023 年全口径销售金额规模超过千亿的房企仅剩 16 家



资料来源: 克而瑞, 中银证券

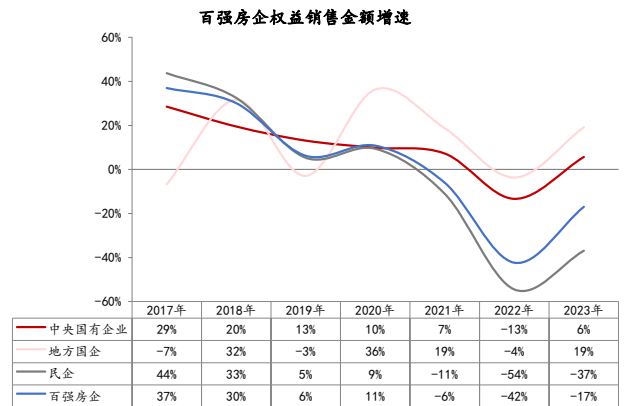
从企业类型来看, 2023 年民企销售占比已经降至四成左右, 央企与地方国企销售规模同比正增长。2023 年百强房企权益销售额中, 民企占比为 43.5%, 较 2022 年下降了 13.7 个百分点, 央企占比 38.7%, 较 2022 年提升了 8.3 个百分点, 地方国企占比 17.8%, 较 2022 年提升了 5.4 个百分点。从增速来看, 央企和地方国企权益销售额 2023 年同比分别增长 6%、19%, 民企同比下降 37%。地方国企在当地拥有较高的资源禀赋优势, 且更注重口碑, 在当地具有较高的认可度和信任度, 在房企频频暴雷、很多项目面临烂尾风险的情况下, 购房者更青睐深耕地方性房企, 销售表现相对最好。

图表 67. 2023 年百强房企权益销售额中, 民企占比为 43.5%, 较 2022 年下降了 13.7 个百分点



资料来源: 克而瑞, 中银证券

图表 68. 央企和地方国企权益销售额 2023 年同比分别增长 6%、19%, 民企同比下降 37%



资料来源: 克而瑞, 中银证券

3.2 集中度: 1-11 月行业集中度持续下降, 头部梯队降幅相对较小

2023 年以来行业集中度有所下降。2023 年 1-11 月 CR5、CR10、CR20、CR50、CR100 权益销售金额集中度分别为 9.5%、14.2%、19.7%、26.1%、30.8%，同比分别下降了 1.8、2.1、3.2、4.7、6.2 个百分点, 头部梯队的降幅相对较小。

图表 69. 2023 年 1-11 月行业集中度有所下降

	权益口径销售金额集中度		
	2021 年 1-11 月	2022 年 1-11 月	2023 年 1-11 月
CR5	15.4%	11.3%	9.5%
CR10	21.2%	16.3%	14.2%
CR20	29.3%	22.9%	19.7%
CR50	41.5%	31.4%	26.1%
CR100	49.0%	37.0%	30.8%

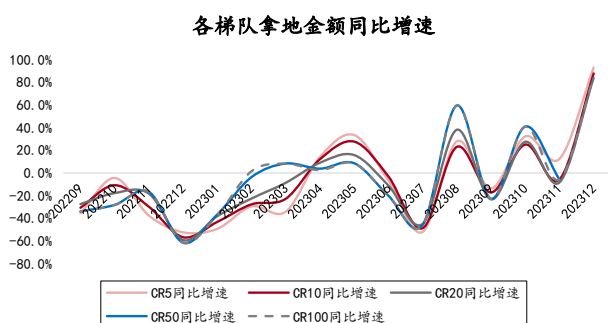
资料来源: 克而瑞, 中银证券

备注: 由于行业集中度数据依据国家统计局发布的全国商品房销售数据进行计算, 12 月统计局数据未公布, 因此目前讨论 1-11 月的集中度情况。

3.3 拿地：12月百强房企拿地积极性显著提升，全年投资总量进一步收缩

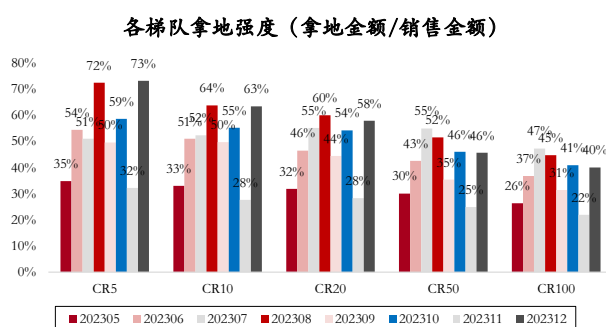
12月土拍市场迎来“翘尾”行情，北京、济南、杭州、武汉等多个核心城市在年末积极供地，带动房企拿地积极性显著提升。百强房企12月单月全口径拿地金额1859亿元，同比增长84.7%（前值：-5.8%）；拿地建面1544万平，同比增长47.7%（前值：+10.0%）；由于土地限价放开以及核心城市部分土地火热，拿地楼面均价12042元/平，同比增长25.1%（前值：-14.3%）；百强房企拿地强度（拿地金额/销售金额）从11月的22%提升至12月的40%，拿地强度同比提升26个百分点。头部房企拿地强度相对较大，CR5、CR10、CR20、CR50拿地强度分别为73%、63%、58%、46%。具体来看，单月土地投资较多的房企有：保利发展（拿地金额290亿元，拿地强度116%）、华润置地（204亿元，97%）、中国海外发展（182亿元，80%）、华发股份（171亿元，354%）、绿城中国（113亿元，44%）、越秀地产（100亿元，103%），以上房企单月拿地金额超过百亿元，投资力度显著提升。

图表 70. 百强房企 12 月单月全口径拿地金额 1859 亿元，同比增长 84.7%



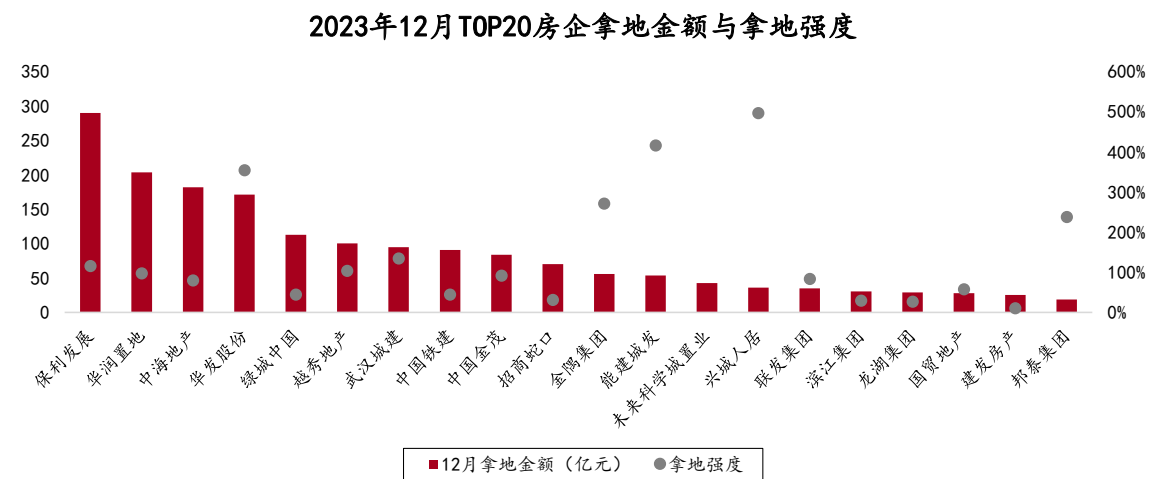
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 71. 12 月 CR5、CR10、CR20、CR50 拿地强度分别为 73%、63%、58%、46%



资料来源：克而瑞，中银证券

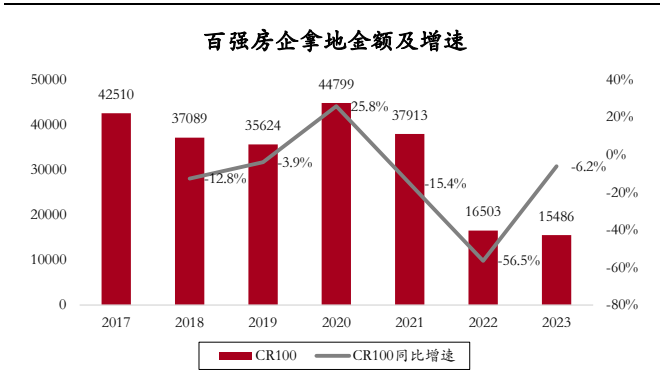
图表 72. 12 月单月土地投资较多的房企有：保利（拿地金额 290 亿元，拿地强度 116%）、华润（204 亿元，97%）、中海（182 亿元，80%）、华发（171 亿元，354%）、绿城（113 亿元，44%）、越秀（100 亿元，103%）



资料来源：克而瑞，中银证券

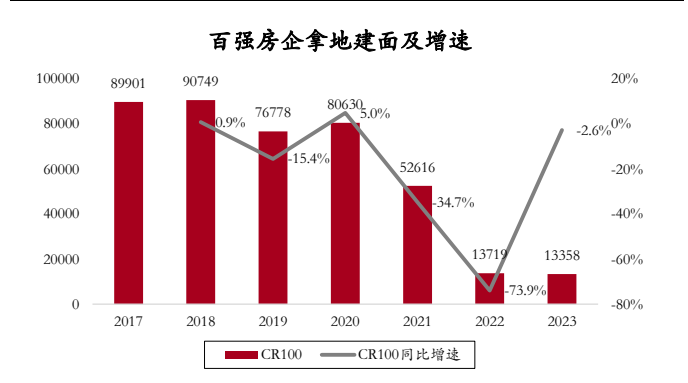
从全年来看，2023年百强房企拿地量缩价跌，拿地强度小幅回升。2023年百强房企全口径拿地金额1.55万亿元，同比下降6.2%，拿地量为2017年以来最低值，仅为2017年拿地金额的三分之一左右。百强房企拿地强度（拿地金额/销售金额）为25.8%，较2022年提升了3.2个百分点。2023年拿地建面合计1.34亿平，同比下降2.6%；楼面均价1.16万元/平，同比下降3.6%。从拿地集中度来看，2023年百强房企拿地金额占全国（300城）土地成交总价的比重为36.7%，较2022年提升了6.6个百分点。头部房企的拿地金额增速和强度相对较高，CR5、CR10、CR20、CR50拿地金额同比增速分别为10.6%、7.0%、4.0%、-2.3%，拿地强度分别为31.5%、31.8%、28.6%、26.6%，较2022年拿地强度分别提升了6.4、6.0、5.1、3.8个百分点。具体来看，拿地较多的为龙头央企和优质民企和混合所有制房企：2023年中海（拿地金额1272亿元，同比增速46%，拿地强度41%）、保利（1261亿元，-7%，30%）、华润（1102亿元，3%，36%）、建发（888亿元，28%，47%）、万科（861亿元，8%，23%）、绿城（793亿元，34%，41%）、招蛇（645亿元，-15%，22%）、滨江（577亿元，-27%，38%）排名靠前。拿地金额TOP20房企中，中海、绿城、建发、铁建、金茂、华润、万科、龙湖2023年拿地金额同比保持正增长，中海、建发、绿城、铁建、中建东孚、伟星房产拿地强度超过40%。

图表 73. 2023年百强房企全口径拿地金额 1.55 万亿元，同比下降 6.2%



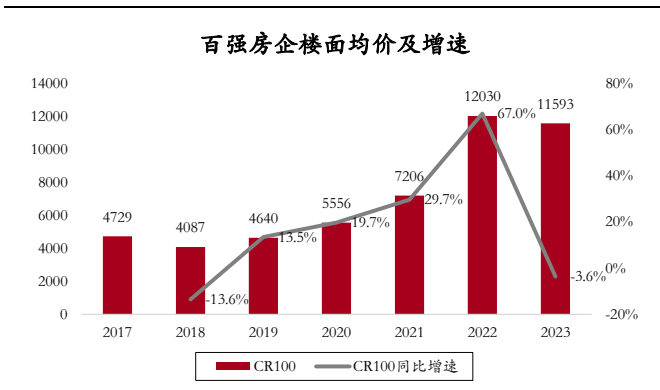
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 74. 2023年百强房企拿地建面 1.34 亿平，同比下降 2.6%



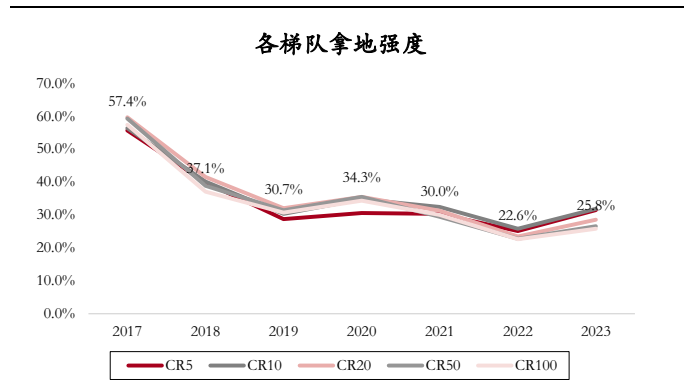
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 75. 2023年百强房企拿地楼面均价 1.16 万元/平，同比下降 3.6%



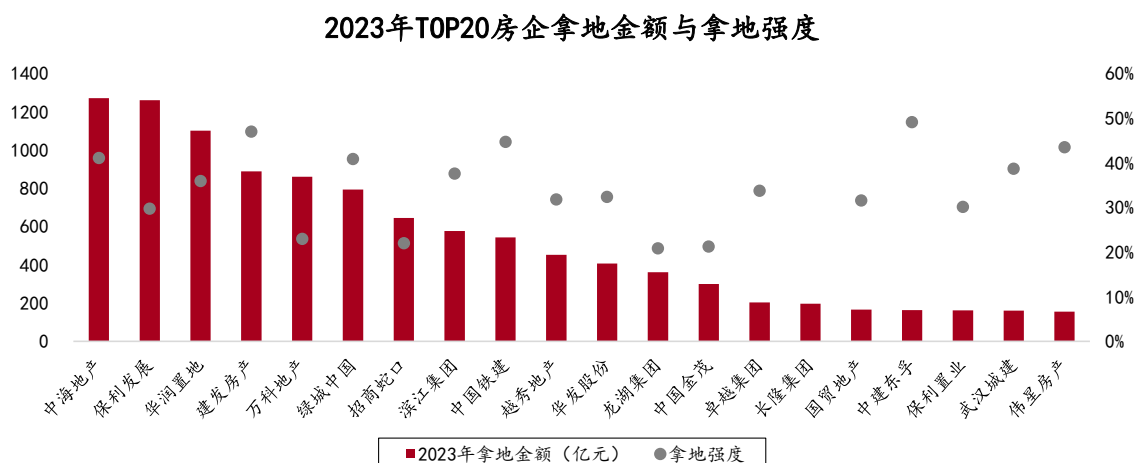
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 76. 2023年百强房企拿地强度 25.8%，同比提升 3.2 个百分点



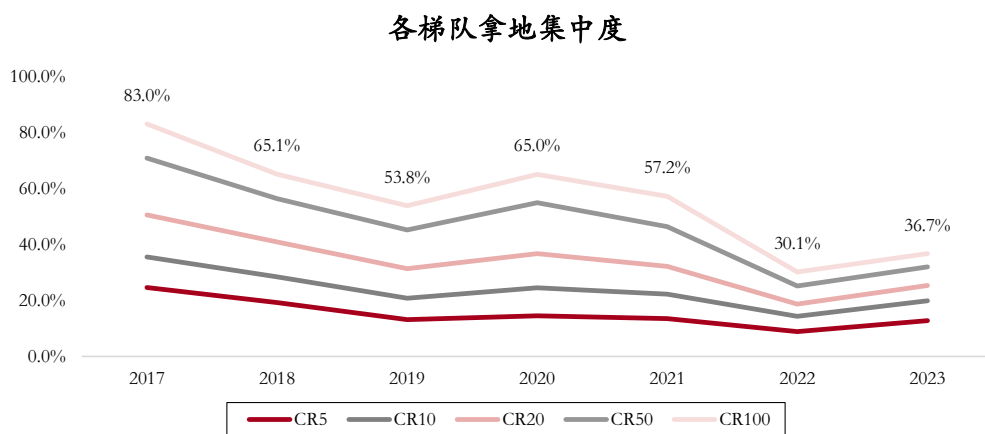
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 77. 2023 年中海、华润、建发、万科、绿城、招蛇、滨江拿地金额排名靠前



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 78. 从拿地集中度来看，2023 年百强房企拿地金额占全国（300 城）土地成交总价的比重为 36.7%，较 2022 年提升了 6.6 个百分点

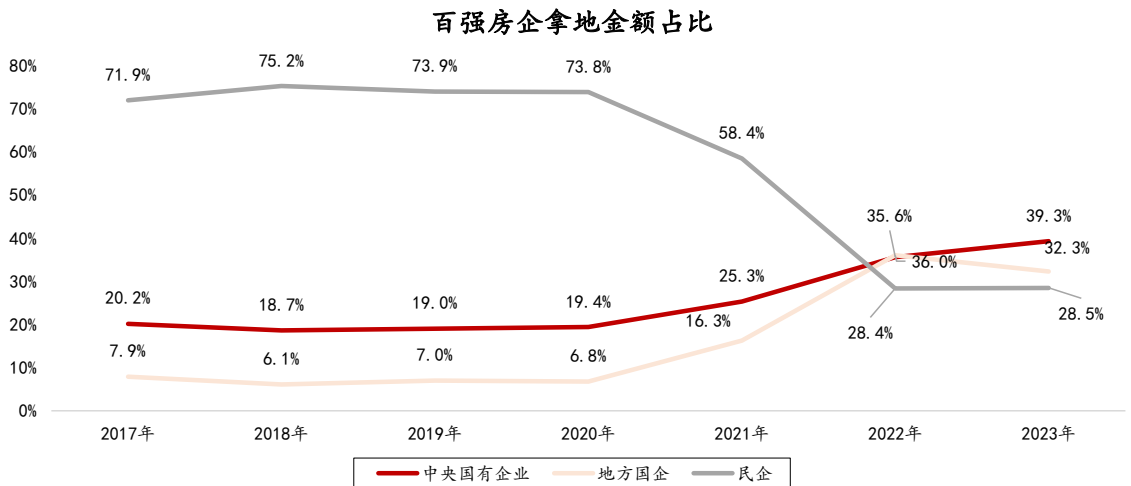


资料来源：克而瑞，中银证券

数据说明：拿地集中度=拿地金额/全国（300 城）土地成交总价

从企业类型来看，2023 年拿地房企仍以央国企为主，民企拿地仍然较弱，投资整体格局未发生改变。2023 年百强房企中民企拿地金额占比 28.5%，与 2022 年基本持平；地方国企占比 32.3%，较 2022 年下降 3.7 个百分点，地方国企托底拿地的现象略有减少；央企占比 39.3%，较 2022 年提升了 3.7 个百分点。从拿地企业来看，有意愿、有能力仍仅有央国企。2023 年房企在投资上的谨慎与聚焦贯穿全年，在这样的投资局面中，央国企的优势显著。我们认为，2024 年上半年房企投资大概率将保持谨慎的态度，下半年情况需要视上半年的销售与融资情况来判断，在影响房企投资的两大因素：市场预期与资金未有明显好转之前，房企拿地意愿将保持弱复苏。未来投资分化或将加剧，一方面在于取消限价后城市间、地块间的热度分化，另一方面在于销售率先企稳、获得更多融资支持、现金流更加稳健的房企将是更多土地资源的获得方。

图表 79. 2023 年百强房企中民企拿地金额占比 28.5%，与 2022 年基本持平

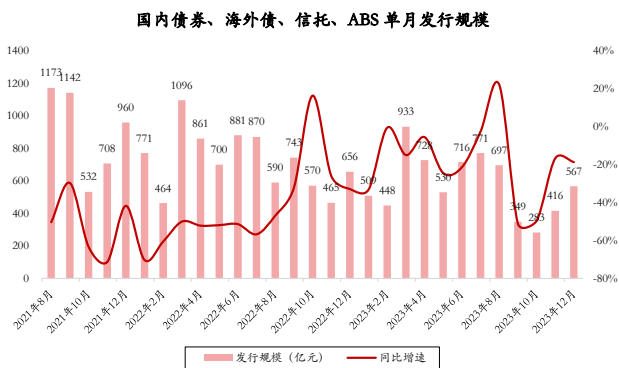


资料来源：克而瑞，中银证券

3.4 房企融资与债券到期：2023 年融资规模同比减少 15%，2024 年整体债券到期规模小于 2023 年

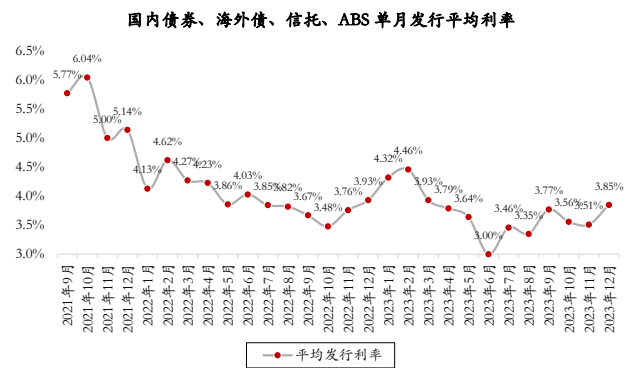
单月融资规模环比持续增长。2023 年 12 月房地产行业国内外债券、信托、ABS 发行规模合计 567 亿元，同比下降 19%，环比增长 27%，平均发行利率 3.85%，同比下降 0.33 个百分点，环比提升 0.25 个百分点。其中，国内债券发行规模 274 亿元，同比下降 33%，环比下降 12%，平均发行利率 3.60%，同比提升 0.16 个百分点，环比提升 0.10 个百分点；海外债券发行规模 28 亿元，环比增长 133%，平均发行利率 5.56%，环比提升 0.12 个百分点；信托发行规模 25 亿元，同比下降 71%，环比增长 532%，平均发行利率 6.97%，同比下降 0.46 个百分点，环比提升 0.17 个百分点；ABS 发行规模 240 亿元，同比增长 20%，环比增长 101%，平均发行利率 3.61%，同比下降 0.70 个百分点，环比提升 0.03 个百分点。主流房企中 12 月中海、华润、北京城建、招蛇发行债券规模较大，分别发行 30、20、20、16 亿元，平均发行利率分别 3.2%、3.1%、3.4%、3.2%。

图表 80. 2023 年 12 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模合计 567 亿元，同比下降 19%，环比增长 27%



资料来源：中指院，中银证券

图表 81. 2023 年 12 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 3.85%，同比下降了 0.33 个百分点，环比提升 0.25 个百分点



资料来源：中指院，中银证券

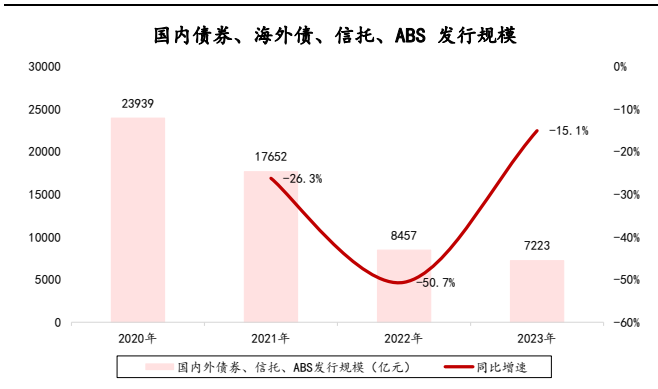
图表 82. 主流房企中 12 月中海、华润、北京城建、招蛇发行国内债券规模较大，分别发行 30、20、20、16 亿元，平均发行利率分别 3.2%、3.1%、3.4%、3.2%

2023 年 12 月典型企业融资				
企业名称	国内债券(亿元)	海外债(亿元)	合计(亿元)	平均利率(%)
中海	30.0		30.0	3.2
华润	20.0		20.0	3.1
北京城建	20.0		20.0	3.4
招商蛇口	16.0		16.0	3.2
首开	15.0		15.0	3.9
龙湖	12.0		12.0	3.7
华发股份	10.0		10.0	3.6
新城	8.5		8.5	4.5
新希望	8.0		8.0	3.9
金辉	8.0		8.0	4.3
建发	6.7		6.7	3.8
国贸	5.0		5.0	3.65
中交地产	3.0		3.0	3.90

资料来源：中指院，中银证券

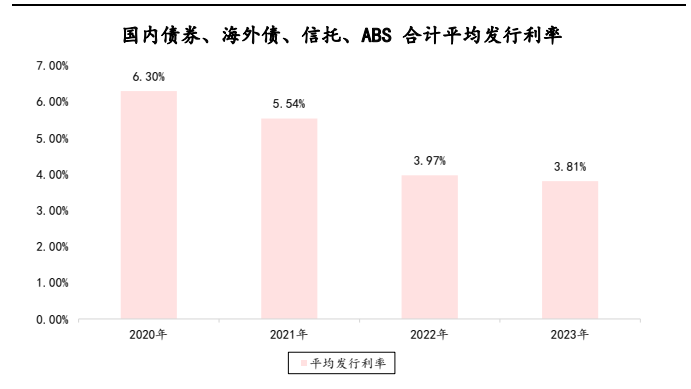
全年融资规模同比减少 15%。2023 年全年房地产行业国内外债券、信托、ABS 发行规模合计 7223 亿元，同比减少 15%，发行利率 3.81%，同比下降了 0.16 个百分点。其中，国内债券发行规模 4233 亿元，同比减少 9%，平均发行利率 3.57%，同比提升 0.14 个百分点；海外债券发行规模 219 亿元，同比增长 25%，平均发行利率 6.39%，同比提升 1.29pct；信托发行规模 297 亿元，同比下降 71%，平均发行利率 7.05%，同比下降 0.47 个百分点；ABS 发行规模 2473 亿元，同比下降 7%，平均发行利率 3.60%，同比提升 0.13 个百分点。主流房企中 2023 年招蛇、金融街、华润发行业债券规模较大，分别发行 307、200、180 亿元，平均发行利率分别 2.71%、3.50%、2.79%。

图表 83. 2023 年房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 发行规模合计 7223 亿元，同比下降 15%



资料来源：中指院，中银证券

图表 84. 2023 年房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 3.81%，同比下降了 0.16 个百分点



资料来源：中指院，中银证券

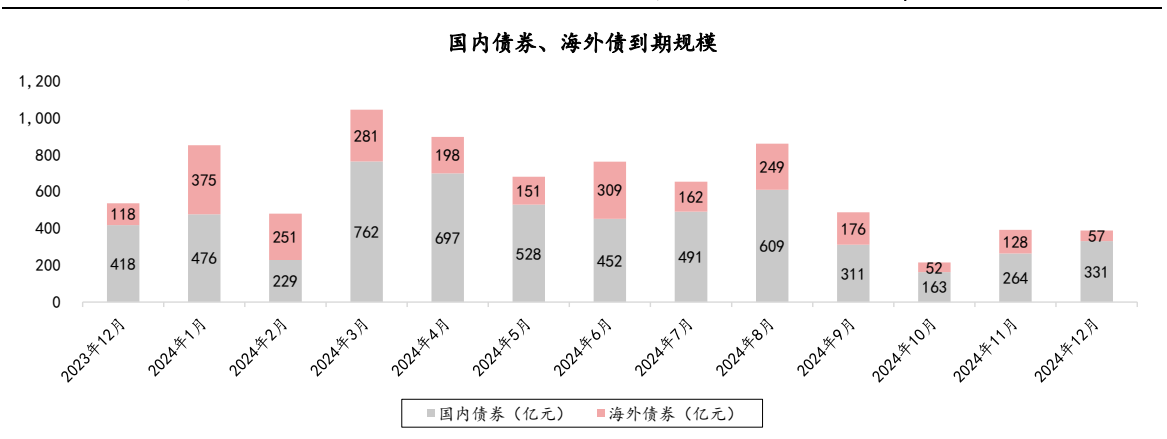
图表 85. 主流房企中 2023 年招蛇、金融街、华润发行国内债券规模较大，分别发行 307、200、180 亿元，平均发行利率分别 2.71%、3.50%、2.79%

2023 年全年典型企业融资				
企业名称	国内债券(亿元)	海外债(亿元)	合计(亿元)	平均利率(%)
招商蛇口	307.3		307.3	2.71
金融街	199.7		199.7	3.50
华润	180.0		180.0	2.79
首开	174.0		174.0	4.25
珠江实业	136.0		136.0	3.27
陆家嘴	116.0		116.0	3.28
万科	100.0		100.0	3.09
华发股份	92.0		92.0	4.02
中海	60.0	31.9	91.9	3.24
金茂	67.0	20.5	87.5	3.71
绿城	83.0		83.0	4.14
保利	80.0		80.0	2.58
铁建	77.0		77.0	3.94
建发	72.7		72.7	4.13
中交地产	62.0		62.0	4.15
光明房地产	51.0		51.0	3.80
美的置业	46.2		46.2	4.39
北京城建	45.0		45.0	3.39
滨江	43.0		43.0	4.27
越秀		39.1	39.1	3.93
新城	28.0	7.1	35.1	5.43
龙湖	23.0		23.0	3.58
碧桂园	17.0	2.3	19.3	4.31

资料来源：中指院，中银证券

2024 年 1、3、4、8 月为国内外债券到期小高峰。2024 年国内外债券到期规模为 7703 亿元（其中国内债券 5313 亿元，海外债券 2390 亿元），整体到期规模低于 2023 年（全年国内外到期规模合计 9580 亿元）。2024 年 1、3、4、8 月为到期小高峰，国内外债券到期规模分别为 851、1043、896、858 亿元。具体来看，2024 年以下主流房企面临较大国内外债券到期压力：恒大（598 亿元）、首开（223 亿元）、合景泰富（220 亿元）、华润（216 亿元）。

图表 86. 2024 年国内外债券到期规模为 7703 亿元（其中国内债券 5313 亿元，海外债券 2390 亿元）



资料来源：中指院，中银证券

图表 87. 2024 年以下主流房企面临较大国内外债券到期压力：恒大（598 亿元）、首开（223 亿元）、合景泰富（220 亿元）、华润（216 亿元）

企业名称	总债券余额	到期余额				海外债（按最新汇率换算，人民币，亿元）						国内债券（亿元）					
		2024		2025		2024年到期		2025年及以后				2024年到期		2025年及以后			
		总额	占比	总额	占比	1月	年内	2025	2026	2027及以后	债券余额	1月	年内	2025	2026	2027及以后	债券余额
恒大	1099	598	54.4%	371.5	33.8%	71	188	332	0	106	626	0	410	40	0	24	474
碧桂园	1031	127	12.3%	236.2	22.9%	71	115	194	241	193	743	0	12	42	123	110	288
华润	994	216	21.7%	143.0	14.4%	71	0	0	0	141	212	10	145	143	85	409	782
中海	868	150	17.2%	137.4	15.8%	50	39	32	247	368	30	100	98	125	177	500	578
万科	806	195	24.1%	361.5	44.8%	102	35	0	92	229	20	93	326	124	35	578	578
融创	798	0	0.0%	139.4	17.5%	0	35	35	464	535	0	0	104	125	34	263	669
首开	705	223	31.7%	283.6	40.2%	0	0	37	0	37	0	13	223	284	162	0	669
保利	665	178	26.7%	257.1	38.7%	35	0	0	0	35	16	142	257	110	120	629	629
招商蛇口	648	119	18.3%	183.9	28.4%					0		119	184	163	182	648	648
金茂	625	68	0.11	228.16	0.36	18	25	63	135	240	0	50	203	67	65	385	385
富力	598	10	1.7%	198.5	33.2%	0	92	0	270	361	0	10	107	120	0	237	237
华夏幸福	584	29	5.0%	22.5	3.9%	0	0	0	362	362	0	29	23	0	170	222	222
世茂	557	92	16.5%	35.4	6.4%	71	35	71	136	313	5	21	0	69	153	244	244
龙湖	541	174	32.1%	145.0	26.8%	0	0	0	142	142	38	174	145	73	8	400	400
远洋	516	190	36.8%	116.0	22.5%	49	51	28	149	278	30	141	65	0	33	239	239
金融街	478	102	21.3%	47.4	9.9%					0	9	102	47	142	187	478	478
首创	456	147	32.2%	190.6	41.8%	0	32	35	45	112	0	147	159	38	0	344	344
旭辉	449	134	29.9%	168.1	37.4%	75	99	60	62	295	0	59	69	0	25	154	154
华发股份	407	116	28.5%	154.6	38.0%					0		116	155	48	88	407	407
龙光	407	27	6.6%	135.8	33.4%	27	64	60	46	197	0	0	72	138	0	210	210
绿城	396	131	33.1%	206.8	52.2%	11	81	0	0	91	25	121	126	58	0	305	305
苏高新	387	149	38.5%	112.5	29.1%					0	21	149	113	99	27	387	387
佳兆业	386	159	41.3%	191.2	49.6%	159	191	21	14	386						0	0
建发	375	39	10.5%	124.5	33.2%	0	0	0	27	27	0	39	125	41	143	348	348
铁建	368	87	23.7%	198.9	54.0%					0	13	87	199	77	5	368	368
信达地产	365	134	36.8%	184.6	50.5%					0	40	134	185	46	0	365	365
雅居乐	338	63	18.5%	91.9	27.2%	0	92	32	135	258	41	63	0	12	5	80	80
合景泰富	318	220	69.1%	14.2	4.4%	56	167	14	55	21	257	0	53	0	7	61	61
禹洲	310	91	29.3%	62.8	20.2%	71	63	66	61	260	0	20	0	30	0	50	50
绿地	309	46	14.9%	0.0	0.0%	26	0	0	237	263	0	20	0	0	26	46	46
陆家嘴	287	124	43.1%	71.0	24.7%					0		124	71	61	31	287	287
电建	279	73	26.0%	141.0	50.4%					0	10	73	141	60	6	279	279
金地	263	206	78.3%	52.0	19.8%	34	0	0	0	34	15	172	52	5	0	229	229
时代中国	248	41	16.5%	39.0	15.7%	35	39	32	25	131	0	5	0	27	84	117	117
新城	246	75	30.3%	79.5	32.3%	57	42	29	0	128	0	18	37	49	15	119	119
阳光城	235	147	62.7%	60.4	25.7%	21	95	19	0	114	0	53	41	6	22	121	121
北京城建	234	67	28.7%	88.0	37.7%					0	7	67	88	79	0	234	234
宝龙	225	80	35.6%	101.0	44.9%	49	66	34	0	149	0	31	35	0	10	76	76
奥园	221	47	21.1%	16.1	7.3%	47	16	25	24	112	0	0	0	109	0	109	109
金科	176	23	13.1%	0.0	0.0%	23	0	0	0	23	0	0	0	136	17	153	153
融信	161	13	8.0%	21.2	13.2%	13	21	0	0	34	0	0	0	85	42	127	127
美的置业	158	83	52.7%	59.6	37.7%					0		83	60	15	0	158	158
中交房地产	140	37	26.3%	74.6	53.2%					0		37	75	29	0	140	140
中华企业	135	105	77.7%	7.5	5.6%					0	27	105	8	22	1	135	135
越秀	117	0	0.0%	0.0	0.0%	0	0	85	31	117						0	0
大悦城	105	35	33.5%	50.0	47.5%					0		35	50	20	0	105	105
仁恒	103	43	42.1%	11.7	11.3%	28	0	35	0	64	0	15	12	0	13	39	39
滨江	80	80	100.0%	0.0	0.0%					0		80	0	0	0	80	80
中交地产	78	19	24.4%	59.0	75.6%					0		19	59	0	0	78	78
中南建设	76	47	61.8%	19.0	25.0%	17	0	0	0	17	0	30	19	0	10	59	59

资料来源：中指院，中银证券

4 政策：2023 年政策调控节奏以 7 月政治局会议定调“行业供需关系发生重大转变”为分水岭，呈现“前稳后松”态势

12 月以来，中央层面各大年度工作会议召开，定调房地产。1) 12 月 11-12 日召开的中央经济工作会议召开，关于房地产的表述有：持续有效防范化解重点领域风险。要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线。积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房企的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。加快推进保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等“三大工程”。完善相关基础性制度，加快构建房地产发展新模式。今年是继 2018 年以来在中央经济工作会议中首次没有提及“房住不炒”，让房地产市场回归平稳的真实需求是有必要的。同时，会议将化解房地产风险置于首位，这是关乎行业信心修复的关键，会议高度重视“不同所有制房企的合理融资需求”，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。此外，会议新增的“三大工程”建设或将成为构建房地产发展新模式的重点突破方向，也是未来金融支持房地产的主要领域。2) 12 月 21-22 日，住建部工作会议召开，提出要因城施策、一城一策、精准施策，稳定房地产市场，此外，还指出，房地产已经从“有没有”转入“好不好”的时代，明年选择一些城市和企业试点，抓一批好房子样板出来，不同的价格下有不同的好房子。我们认为，这是行业由追求“量”到注重“质”的开始的提高的开始，未来对于住房品质的要求会逐步提高。同时，住建部部长倪虹还强调一视同仁满足不同所有制房企合理融资需求，住建部将会同金融监管总局指导房地产融资，再度释放房企融资的积极信号。此外，住建部相关负责人表示，新一轮保障房规划建设除了将原有的公租房和保租房作为配租型保障房外，还进一步引入了配售型保障房，即一种按保本微利原则配售的住房。配售型保障房在规模上遵循“以需定建”的准则，并通过封闭管理的形式强调突出住房的保障属性。新一轮保障房建设将重点保障工薪收入群体和城市需要引进的群体。

12 月以来，地方层面，一线城市政策大幅优化。1) 12 月 14 日，北京和上海出台大力度的楼市政策，均涉及：下调首付比例、下调房贷利率下限、优化普宅认定标准。此外，北京还将房贷年限由目前最长 25 年恢复至 30 年。其中北京普宅认定标准是从 2024 年 1 月 1 日开始调整的，其余政策均从 12 月 15 日开始调整。此次京沪购房政策同步调整，力度较大，向市场传递出了利好信号，对整体房地产市场信心的重塑和预期回升具有积极作用。基于城市基本面更好、政策超 6 年未调整过等因素，短期京沪政策起到了一定的效果，但目前来看，政策效果均已经边际减弱。2) 2024 年 1 月 13 日，上海奉贤区和青浦区放开了人才限购政策，最大的变化在于取消单身限购、5 年社保将变为 3 年。从实施范围来看，青浦和奉贤的人才购房新政实施范围是在新城范围，而不是行政全区。截至目前，上海五大新城中青浦新城、奉贤新城、临港新片区（南汇新城）（2023 年 9 月）、金山区（2023 年 10 月）已调整限购政策，预计后续嘉定新城、松江新城或也将出台类似限购放松政策。3) 2024 年 1 月 4 日《广州市房票安置实施方案》经广州市政府常务会议审议通过，1 月 5 日广州发放一线城市首批房票，我们认为，房票制度对于城中村改造的推进效率介于货币和实物安置之间，更重要的意义在于能够去库存和缓解政府短期集中的支付压力。从目前的运行模式和市场反馈来看，房票安置由于所涉及的范围较窄，且仍在起步期，其所产生的效用还有待观察。4) 2024 年 1 月 4 日，深圳市出台了《关于积极稳步推进城中村改造实现高质量发展的实施意见》（征求意见稿），对改造对象、改造范围、项目工作流程、政策衔接等内容做了较详尽的规定。其中，与深圳现有城中村改造模式最大的变化是从一二级联动向一二级分离机制转变，一级由政府主导，引入前期服务商模式，或将进一步加快城中村拆迁实施，破解当前村改计划实施率低的问题；一级完成净地入库后，二级则采用综合评价出让或带设计方案出让等公开方式选择开发主体，或将进一步增加政府土地储备量，优化现有土地供应模式。不过目前《意见稿》对于前期服务商选择机制及退出时点、搬迁补偿标准和具体安置方式等均未明确，在实操层面，仍有较多细则需进一步完善。预计未来或将有一系列相应的配套政策出台，以助力深圳城中村改造项目顺利落地与实施。其余城市 12 月以来，以公积金政策优化和购房补贴政策出台为主。例如内蒙古、温州、石家庄等地区多个城市出台提高公积金贷款额度、降低公积金首付比例、提取公积金用于支付首付款、支持“商转公”贷款、支持异地公积金贷款等政策。杭州临平区、温州、宁波高新区等多地对购房者发放补贴。

2023 年政策调控节奏以 7 月政治局会议定调“行业供需关系发生重大转变”为分水岭，呈现“前稳后松”态势。2023 年下半年政策调整力度明显加大：

需求端：一方面，居民信贷端支持持续加码，降首付、降利率、认房不认贷等利好接连落地，减轻居民按揭压力、扩大加杠杆空间，助力购房需求释放。

1) **落地“认房不认贷”**：2023年8月25日，三部门联合发文推进落实“认房不用认贷”，利好置换及异地购房者，包括北上广深在内的至少63省市官宣“认房不认贷”。

2) **调降首付比例下限**：8月31日，两部门调整优化差别化信贷政策，将住房商贷的最低首付比例统一调整为20%，二套统一为最低30%，不再区分地区限购与否，打开限购城市降首付空间。

3) **动态调整首套房贷利率下限，调降二套房贷利率下限**。2023年1月5日，两部门发布首套房贷利率动态调节机制，此后近百城下调了首套房贷利率下限，超20城取消了下限。8月31日，央行、金监局宣布将二套房商贷利率下限由LPR+60BP调整为LPR+20BP。

4) **落地存量房贷利息下调**。8月31日，央行、金监局发文指导商业下调存量首套住房贷款利率，据央行11月发布报告，存量房贷降息工作已经基本完成，涉及房贷规模超22万亿元，平均降幅0.73个百分点，惠及超5000万户、1.5亿人，每年减少借款人利息支出1600-1700亿元，户均每年减少3200元。

5) **降准降息**：3月27日、9月15日分别全面降准0.25个百分点，6月20日调降5年期以上LPR利率10BP至4.2%。

另一方面，地方调控政策松绑加力提速，核心一二线各项限制政策迎来松绑潮。

1) 广州、南京等29城放松限购，其中，南京、大连、武汉、厦门等19城全面取消限购，上海、广州、杭州、长沙等在限购区域范围、社保要求、套数限制等方面有所放宽；

2) 根据克而瑞统计，2023年超过100个省市放松限贷，其中四个一线城市均落地“认房不认贷”、下调首付比例、下调房贷利率下限；

3) 合肥、珠海等7城放松限价，比如合肥鼓励优质优价，取消商品住房楼层差价率限制；

4) 厦门、福州等23城放松限售，其中包括福州、郑州、合肥在内的16个城市解除限售。

图表 88. 2023 年城市限制政策放松不完全统计

政策	类别	城市
限购	19城取消	沈阳、大连、南京、兰州、济南、青岛、福州、郑州、合肥、武汉、宁波、昆明、厦门、无锡、中山、九江、嘉兴、扬州、宁德
	10城放松	上海、广州、天津、成都、苏州、长沙、杭州、太原、西安、泉州
限贷	102省市放松	深圳、广州、上海、北京、长沙、南宁、贵阳、合肥、宁波、青岛、南昌、太原、厦门、武汉、成都、重庆、天津、苏州、沈阳、大连、南京、兰州、郑州、海口、昆明、福州、西宁、银川、东莞、洛阳、日照、宿迁、驻马店、景德镇、惠州、韶关、九江、晋中、梧州、赣州、中山、江门、佛山、鄂州、无锡、宁德、珠海、梅州、漳州、桂林、湛江、六安、汕头、玉林、三亚、孝感、郴州、茂名、莆田、绍兴、台州……
限价	7城放松	宁波、合肥、成都、贵阳、江门、铜陵、宿迁
限售	16城取消	郑州、青岛、沈阳、大连、兰州、济南、福州、合肥、昆明、金华、扬州、常州、嘉兴、中山、绍兴、衢州
	7城放松	厦门、重庆、长沙、太原、惠州、徐州、泉州

资料来源：克而瑞，中银证券

供给端，续期“金融 16 条”、“三个不低于”、“房企白名单”等纾困措施相继提出，致力于缓解房企资金压力。

1 月，有关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》。2 月，证监会放宽境外募资等限制，启动不动产私募基金试点工作。7 月，央行延期“金融 16 条”适用期限。8 月，证监会明确上市房企再融资不受破发、破净、亏损限制。10 月，中央金融工作会议召开，强调健全房地产企业主体监管制度和资金监管，完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求。11 月，三部门召开金融机构座谈会，提出“三个不低于”，据悉监管还拟定了“50 家房企白名单”。随后，根据我们的不完全统计，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。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，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。

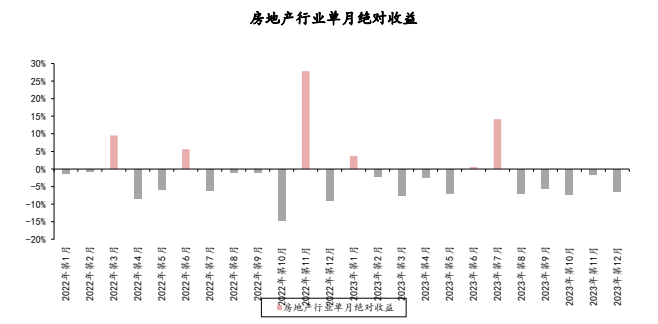
此外，2023 年，中央首提“三大工程”，即作出规划建设保障性住房、城中村改造、平急两用基础设施三方面重要部署，或成为房地产行业新模式的重要方向。4 月、7 月两次政治局会议均重点提及“三大工程”，7 月国务院发文推进城中村改造，主要面向 22 个城区人口超 500 万的超大特大城市。8 月国常会审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》，致力于构建“刚需有保障、改善有商品”的住房供给新格局，明确保障对象为工薪阶层，采取保本微利定价原则配售，实行严格封闭管理。12 月，国开行发放全国首笔配售型保障性住房开发贷款。

展望 2024 年，我们认为，房地产政策有望从三方面发力，1) 支持“三大工程”建设；2) 落实供给端金融支持；3) 一线及部分强二线城市调控政策尚有松绑空间，一线城市中局部或定向放松限购、降低社保年限、调整交易税费征免年限等均是可选项，二三四线城市仍有全面解绑限制性购房政策并加码补贴、税收优惠的空间。我们认为，整体而言，高能级城市的利好政策持续释放将有一定积极效应，但政策见效依然需要过程，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。

5 2023 年地产板块跑输大盘，板块估值与 2022 年末基本持平

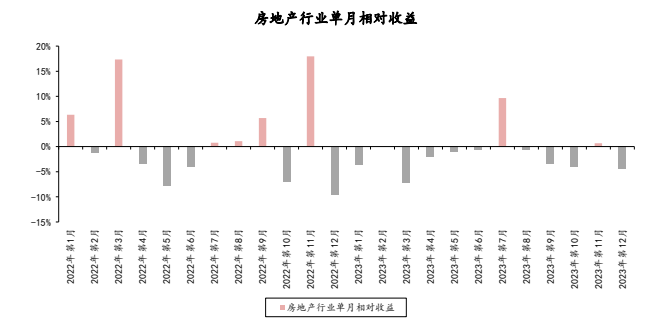
2023 年地产板块跑输沪深 300 15 个百分点，板块估值与 2022 年末基本持平。12 月地产板块绝对收益-6.4%，跑输沪深 300 4.5 个百分点；地产板块 2023 年全年绝对收益-26.4%，跑输沪深 300 15.0 个百分点。一方面，虽然需求端利好政策不断推出，但由于没有持续强心剂的情况下居民信心仍然不足，行业基本面复苏仍然较弱，且市场预期不持续。另一方面，房企信用风险的负面情绪仍在蔓延。截至 2023 年末，地产板块 PE 为 10.85X，较 11 月末下降了 0.72X，较 2022 年末提升 0.09X，板块估值与上年末基本持平。

图表 89. 房地产行业 12 月绝对收益为-6.4%



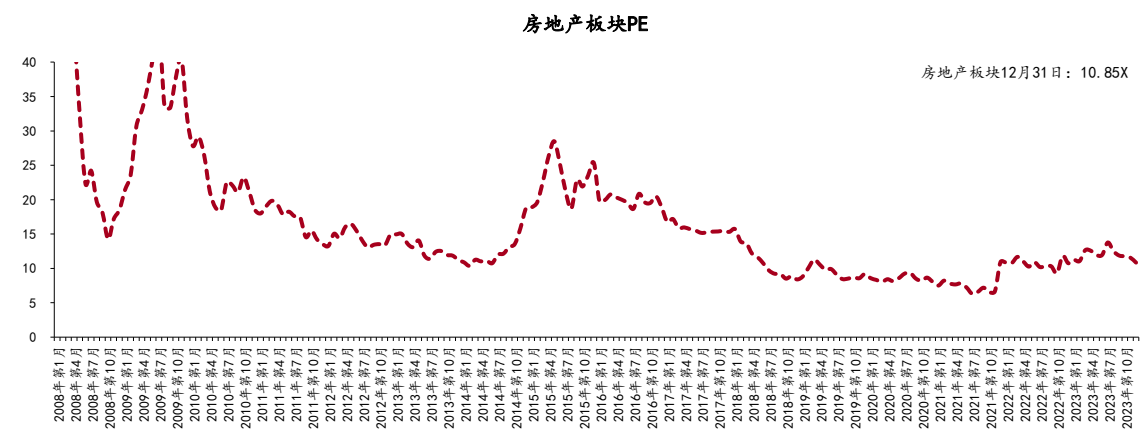
资料来源：同花顺，中银证券

图表 90. 房地产行业 12 月相对收益为-4.5%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 91. 截至 2023 年末，地产板块 PE 为 10.85X，较 11 月末下降了 0.72X，较 2022 年末提升 0.09X



资料来源：同花顺，中银证券

6 投资建议

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，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。展望 2024 年，房地产市场恢复仍依赖于购房者预期能否修复，供需两端政策仍有发力空间，信用修复与保障房建设、城中村改造两大工程或将共同推动房地产市场筑底修复。

我们认为，短期关注近期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。当前大背景下，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。

图表 92. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2022A	2023E	2022A	2023E	
600048.SH	保利发展	买入	8.75	1,047.41	1.53	1.74	5.71	5.03	16.40
001979.SZ	招商蛇口	未有评级	8.15	738.46	0.47	0.75	17.32	10.84	11.23
1109.HK	华润置地	未有评级	20.16	1,579.50	3.94	4.26	5.62	5.20	34.22
1908.HK	建发国际集团	买入	11.96	249.09	2.23	3.38	5.90	3.89	16.69
0123.HK	越秀地产	买入	4.05	179.13	0.98	1.13	4.53	3.94	11.78
3900.HK	绿城中国	买入	5.21	144.83	1.02	1.12	5.60	5.11	14.23
002244.SZ	滨江集团	买入	6.49	201.93	1.20	1.35	5.40	4.81	7.56
3990.HK	美的置业	未有评级	3.79	59.71	1.20	1.26	3.46	3.30	17.32
600383.SH	金地集团	买入	3.98	179.68	1.35	1.44	2.94	2.76	14.45
0960.HK	龙湖集团	未有评级	7.87	570.19	3.70	3.54	2.34	2.44	21.56
600675.SH	中华企业	未有评级	3.16	192.64	0.00	-	-	-	2.50
600266.SH	城建发展	未有评级	4.14	93.42	-0.41	0.45	-	9.29	10.73
000736.SZ	中交地产	未有评级	8.54	59.39	0.05	-	-	-	4.74
002314.SZ	南山控股	未有评级	2.66	72.03	0.25	0.29	10.58	9.11	3.78

资料来源：同花顺，中银证券

注：股价截止日 1 月 23 日，未有评级公司盈利预测来自同花顺一致预期。港元按汇率 0.91 换算。

7 风险提示

房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

8 附录

数据说明：从本月开始，新房、二手房、库存数据来源从万得切换至同花顺，对城市进行了调整，历史数据也做了相应的调整。

数据来源：新房、二手房成交，新房库存均来自于同花顺；土地市场数据来自于万得。

图表 93. 城市数据选取清单

新房成交情况选取城市
<p>【新房】合计 40 个城市</p> <p>一线城市 (4 个): 深圳、上海、北京、广州</p> <p>二线城市 (10 个): 南宁、杭州、南京、武汉、青岛、苏州、福州、济南、成都、宁波</p> <p>三四线城市 (26 个): 金华、宝鸡、台州、常德、吉安、娄底、池州、舟山、江门、韶关、东莞、佛山、莆田、泰安、焦作、肇庆、荆门、龙岩、东营、清远、衢州、云浮、海门、温州、扬州、惠州</p> <p>其中商品房: 深圳, 南宁, 广州, 金华, 宝鸡, 台州, 常德, 吉安, 娄底, 池州, 舟山; 商品住宅: 上海, 北京, 杭州, 南京, 武汉, 青岛, 苏州, 宁波, 福州, 东莞, 惠州, 济南, 扬州, 温州, 江门, 韶关, 成都, 佛山, 莆田, 泰安, 焦作, 肇庆, 荆门, 龙岩, 东营, 清远, 衢州, 云浮, 海门。</p> <p>由于宝鸡、吉安、池州、舟山、东莞、肇庆、龙岩、清远、衢州、云浮、海门、东营同期无数据可比, 因此在计算整体同比数据时做了相应的剔除。</p>
二手房成交情况选取城市
<p>【二手房】合计 18 个城市</p> <p>一线城市 (2 个): 北京, 深圳</p> <p>二线城市 (7 个): 杭州、南京、青岛、苏州、厦门、南宁、成都</p> <p>三四线城市 (9 个): 东莞、金华、韶关、吉安、扬州、佛山、池州、清远、衢州</p> <p>其中商品房: 金华, 韶关, 吉安; 商品住宅: 北京、深圳、杭州、南京、青岛、苏州、厦门、南宁、成都、东莞、扬州、佛山、池州、清远、衢州。</p> <p>由于青岛、成都、东莞、吉安、扬州、池州、清远、衢州同期无数据可比, 因此在计算整体同比数据时做了相应的剔除。</p>
新房库存及成交情况选取城市
<p>【库存】合计 12 个城市</p> <p>一线城市 (4 个): 深圳、上海、北京、广州</p> <p>二线城市 (5 个): 杭州、南京、苏州、宁波、福州</p> <p>三四线城市 (3 个): 韶关、莆田、东营</p> <p>其中商品房: 北京, 深圳, 广州, 南京; 商品住宅: 上海, 杭州, 苏州, 宁波, 福州, 韶关, 莆田, 东营。</p> <p>由于南京 (套数、面积)、东营 (套数、面积)、广州 (面积) 同期无数据可比, 因此在计算整体同比数据时做了相应的剔除。</p>
土地市场选取城市
<p>【土地市场】百城数据, 合计 122 个城市。</p> <p>一线城市 (4 个): 北京, 上海, 广州, 深圳。</p> <p>二线城市 (26 个): 合肥, 福州, 厦门, 济南, 大连, 哈尔滨, 石家庄, 长春, 南昌, 太原, 珠海, 兰州, 成都, 重庆, 杭州, 武汉, 西安, 天津, 苏州, 南京, 郑州, 长沙, 沈阳, 青岛, 宁波, 佛山。</p> <p>三线城市 (92 个): 潍坊, 扬州, 海口, 汕头, 洛阳, 乌鲁木齐, 临沂, 唐山, 镇江, 盐城, 湖州, 赣州, 泰州, 济宁, 呼和浩特, 咸阳, 漳州, 揭阳, 江门, 桂林, 邯郸, 芜湖, 三亚, 阜阳, 淮安, 遵义, 银川, 衡阳, 上饶, 柳州, 淄博, 莆田, 绵阳, 湛江, 商丘, 宜昌, 沧州, 连云港, 南阳, 九江, 新乡, 信阳, 襄阳, 岳阳, 蚌埠, 驻马店, 滁州, 威海, 宿迁, 株洲, 宁德, 邢台, 潮州, 秦皇岛, 肇庆, 荆州, 周口, 马鞍山, 清远, 宿州, 鞍山, 安庆, 菏泽, 宜春, 黄冈, 泰安, 南充, 六安, 大庆, 舟山, 衢州, 吉林, 昆明, 无锡, 温州, 泉州, 南宁, 贵阳, 金华, 常州, 惠州, 嘉兴, 南通, 徐州, 中山, 保定, 台州, 绍兴, 烟台, 廊坊, 东莞, 嘉峪关。</p>

资料来源：同花顺，万得，中银证券

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刊载或转发的，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)68604866
传真:(8621)58883554

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)39886333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 108001521065
新加坡客户请拨打: 8008523392
传真:(852)21479513

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)39886333
传真:(852)21479513

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)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话:(4420)36518888
传真:(4420)36518877

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)2122590888
传真:(1)2122590889

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)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371