

强于大市

房地产行业 2024年3月月报

新房二手房成交环比回升，同比降幅收窄；各地因城施策进一步优化政策

核心观点

- **新房：3月房企供货节奏有所加快，市场较2月低谷有所反弹，整体新房成交量环比大幅回升，但同比降幅仍有近五成，绝对量仍处低位。**3月40城新房成交面积环比+98.1%，同比-49.3%，同比降幅较上月收窄了14.5pct；1-3月累计同比-45.9%。根据克而瑞，3月房企供货节奏有所加快，但规模仍难及往年同期，30个重点城市新增供应1107万平，环比+207%，同比-45%，仍然处在近六年来同期最低位。
- **从各城市能级来看，因去年3月高基数和今年2月低基数原因，不同能级均呈现环比回升、同比下降态势。一线城市环比增幅明显高于二三四线城市，单月同比降幅、累计同比降幅也均小于二三四线城市。**1) 一线城市3月新房成交面积环比+157.6%，同比-44.1%，同比降幅较上月收窄了19.8pct；1-3月累计同比-38.9%。其中北京、上海、深圳市场热度回暖，新房成交面积环比大幅增长113%、263%、199%，不过同比降幅仍有48%、31%、60%。根据克而瑞监测的数据，4个一线城市整体供应面积302万平，环比+514%，同比仅下降9%，与去年四季度月均持平。北京新房供应经历2个月低谷期后迎来放量，本月规模冲高至88万平，同比+18%。上海推出第三批次集中供应楼盘，带动供应规模环比增长近6倍。深圳供应显著改善，房企借小阳春之势加速推盘，本月供应规模环比再增211%，同比转正并微增1%。广州新房成交面积环比86%，同比下降48%，需求稳步修复，但成交量仍处于同期低位。2) 二线城市3月新房成交面积环比+115.2%，同比-50.8%，同比降幅较上月缩小了18.7pct；1-3月累计新房成交面积同比-49.4%。宁波、济南等城市市场热度趋稳，3月新房成交面积环比增长164%、177%，增幅相对较大，同比下降62%、30%；杭州、南京、苏州、福州、南宁、武汉等二线城市3月新房成交环比增幅也超过了100%，前期购房需求遭遇瓶颈期回调较多；从同比来看，南京、武汉、苏州、福州、宁波等地的同比降幅仍超过50%。3) 三四线城市3月新房成交面积环比+54.2%，同比-50.9%，同比降幅较上月收窄了0.3pct；1-3月累计同比-44.9%。三四线城市分化显著，金华、泰安、焦作、惠州、佛山新房成交环比大幅增长，台州、莆田环比仍较下滑，除金华同比降幅仅12%以外，其余三四线城市同比降幅普遍较大。
- **预判4月，我们认为新房成交量或将延续弱复苏走势，不过由于去年基数较高，同比降幅预计仍然不小。**根据克而瑞数据，4月28个重点城市预计新增商品住宅供应面积781万平，环比下降26%，同比下降48%，房企推盘积极性较3月小幅回落，但是整体推盘量仍处于年内高位。**分能级来看，4月核心一二线城市在政策利好、房企推盘量增加的情况下可能迎来企稳复苏；而三四线城市成交或将延续筑底行情，经历了两年的调整，部分弱三四线城市的市场处于跌无可跌的停滞状态。**
- **二手房：由于2月受春节成交基数相对偏低，3月二手房成交环比大幅增长，同比降幅收窄。**3月18城二手房成交面积环比+112.4%，同比-33.4%，同比降幅较上月收窄16.9pct；1-3月累计同比-21.1%。3月一、二、三四线城市二手房成交面积环比分别上涨119.6%、113.1%、103.7%，同比分别下降29.5%、33.1%、41.5%，同比降幅较上月分别收窄22.8、16.6、6.6pct；1-3月累计同比增速分别为-19.5%、-22.0%、-21.7%。环比来看，由于2月受春节成交基数相对偏低，我们跟踪的所有城市二手房成交规模都显著增长，特别是北京、深圳、杭州、苏州、金华增长超过1倍。同比来看，深圳二手房市场保持活跃度，成交仅微跌0.2%，受益于限购政策松动，加上业主以价换量主动调降挂牌价；另有韶关同比微增3%，其余城市成交表现普遍不及去年同期。**我们认为，在当前较多城市二手房挂牌价下行的背景下，二手房4月成交或将延续涨势。**
- **库存与去化：库存规模与去化周期环比持平。**截至3月底，12城新房库存面积为123亿平，环比持平，同比下降35%；整体去化周期为186个月，环比持平，同比提升54个月。具体来看，2月我们跟踪的所有城市中仅上海、杭州去化周期在12个月内。
- **重点城市项目开盘去化率：3月重点城市平均开盘去化率稳中有增至28%。**3月因传统营销旺季影响，各城市房企推盘积极性有所回升，去化率与成交表现一致，根据克而瑞数据，重点城市3月平均开盘去化率为28%，环比提升9个百分点，同比下降17个百分点，和去年三、四季度同期相比，跌幅分别为6个百分点和4个百分点，去化率仍处于下行通道。多数城市去化率保持环比上升、同比下降，不及去年三四季度平均。成都、无锡、南京保持环比之外增，主要因核心网红盘热度驱动。北京、杭州、西安等去化率保持在50%以上，不过短期也有降温趋势。除上海、成都等一线城市，多数城市已不及去年三四季度。相较而言，武汉、南京等二线城市主要依托折扣力度较大的刚需盘走量。
- **土地市场：3月土地成交规模延续历史低位，溢价率环比再度提升。**3月全国(300城)成交土地建面环比+22.4%，同比-21.8%，同比降幅较2月扩大了5.7pct，土拍溢价率45.4%，环比+1.1pct，同比-1.0pct；其中住宅用地成交建面环比+34.2%，同比-31.9%，同比降幅较2月收窄了9.6个百分点，住宅类用地土拍溢价率5.75%，环比+0.95pct，同比-1.7pct。**各城市表现明显分化，上海、北京、苏州、宁波、成都市场保持较高热度，而南京、西安、石家庄等表现则均较为平淡。**
- **房企：1) 销售：房企3月销售同比降幅收窄，但仍超过四成。**百强房企3月全口径销售额3834亿元，同比-47.2%（前值：-61.8%）；权益口径2773亿元，同比-44.9%（前值：-62.3%）。百强房企1-3月全口径销售额8465亿元，同比-49.1%；权益口径销售额6073亿元，同比-48.3%。TOP20房企中，3月单月无房企销售额正增长，中海（+4%）、绿城（+1%）、建发（+2%）销售额同比降幅相对较小，其余房企同比降幅均超过三成。2) **拿地：3月房企拿地规模、拿地强度均保持低位。**百强房企3月拿地金额852亿元，同比-11.5%；拿地建面941万平，同比-5.1%；拿地楼面均价9049元/平，同比-6.8%；拿地强度从2月的43%下降至3月的22%，不过同比+9pct。具体来看，3月土地投资较多的房企有：国贸地产（拿地金额82亿元，拿地强度506%）、中国铁建（77亿元，100%）、绿城中国（69亿元，32%）、建发国际（43亿元，28%）。**对于房企来说，目前有资金实力的国企央企将持续聚焦核心优质土储，未来市场格局（尤其是高端市场）将进一步高度集中，但此类房企较强的拿地强度对整体土地市场的带动作用有限；对于大部分仍面临较大现金流压力的房企来说，当前的投资积极性仍较弱。**从累计来看，百强房企1-3月拿地金额2230亿元，同比+6.2%；拿地建面3194万平，同比+1.6%。在核心城市集中供地和土拍限价政策的影响下，拿地楼面均价6982元/平，同比+7.9%；拿地强度26%，同比+1.4pct。具体来看，1-3月土地投资较多的房企有：华润（拿地金额172亿元，拿地强度34%）、绿城中国（125亿元，34%）、滨江集团（125亿元，47%）、中建壹品（123亿元，22%）、中国铁建（120亿元，92%），拿地金额排名靠前的房企仍以央企和优质区域深耕型的民企为主。3) **融资：3月房企融资规模环比大幅增长。**3月行业国内外债、信托、ABS发行规模671亿元，同比-30%，环比+10%，平均发行利率3.11%，同比-0.88pct，环比-0.3pct；1-3月累计发行规模1574亿元，同比-17%。3月主流房企中，保利、华发、首开发行国内债券规模较大，分别发行83、30、26亿元。24年年内（4-12月）国内外债券到期规模为5511亿元（国内债券4048亿元，海外债券1463亿元），4、6、8月为到期小高峰，到期规模分别为932、746、855亿元（债券到期数据本月未更新披露，延用2月末披露数据）。
- **政策：3月中央层面，对房地产积极表态，释放了积极信号。**1) **多地房地产融资协调机制工作实质性进展。**截至3月末，各地推送的“白名单”项目中，有1979个项目共获得银行授信4690亿元，1247个项目已获得贷款发放1554亿元。2) **政府工作报告强调标本兼治化解房地产风险，加快构建房地产发展新模式。**3) **两会民生主题记者会上倪虹部长表态房地产三大关键词：“稳市场、防风险、促转型”，要求在这三个方面指导地方政府用好调控自主权。**我们认为，一方面，核心城市政策预计将持续优化；另一方面，今年保障性住房、尤其是配售型保障房的供给量将继续增加，各类配套支持政策有望加速落地，以更好地满足居民住房需求。4) **国常会明确要进一步优化房地产政策，以激发潜在需求。**会议继续强调“房地产业链条长、涉及面广，事关人民群众切身利益，事关经济社会发展大局”；再提“保交楼、保民生、保稳定”，城市房地产融资协调机制将加快落地见效；再次明确“加快完善‘市场+保障’的住房供应体系，改革商品房相关基础性制度，着力构建房地产发展新模式”。地方层面各地因城施策，支持政策持续跟进。1) 北京（取消离婚限购）、杭州（取消二手房限购）、五指山（优化多孩家庭限购）等城市放松限购政策。2) 郑州、哈尔滨、常熟、无锡、常州、南通、宁波、青岛、济南、宁波、连云港、亳州、阜阳等10余个城市推行房产“以旧换新”。目前市场上存在“卖一买一”卖旧换新、买小买大的改善型升级需求，房产“以旧换新”是指开发商或政府通过收购、置换、补贴等方式，鼓励和帮助已有住房的居民置换，盘活二手房的同时，促进新房销售和去化。3) 大连、广州开发区黄埔区、上海青浦区、哈尔滨、常熟、日照等多地对购房者发放补贴，主要包括按套或面积一次性补贴、人才补贴等。此外，部分城市继续优化限购政策。福州、济宁、青岛、烟台、南昌、赣州、九江、新乡、潮州、汕尾等多个城市自4月起阶段性取消首套房房贷利率下限。苏州、贵阳、哈尔滨、武汉、青岛、福州、株洲、台州、毕节、安庆、秦皇岛、枣庄、贵港、三明、日照等多地继续优化公积金政策。除了以上需求端政策外，供给端方面，本月上海、深圳“7090”政策松绑。我们认为，一线城市松绑7090政策，意味着未来或将有更多大户型新房产品进入市场，以更好地适应当下改善性住房需求。

相关研究报告

《房地产行业 2024年3月70个大中城市房价数据点评：70城新房二手房房价环比跌幅均收窄；一线城市新房房价环比跌幅小于二三线城市》
(2024/04/18)

《房地产行业 2024年3月统计局数据点评：销售新开工降幅收窄，投资降幅扩大持续承压》
(2024/04/18)

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

投资建议：

- **在房价上涨预期和居民收入预期仍然较弱的背景下，3月楼市成交虽有季节性热度但规模仍难及往年同期。**各地在“因城施策”框架下，需求端政策进入了新一轮发力期，或对市场的企稳和购房者置业情绪的修复有一定效果。整体行业资金压力仍然较大，今年行业供给端将持续出清，项目白名单的落地一定程度上有助于缓解部分房企资金紧张的局面，能够安全度过瓶颈期，以及受益于政策支持而摆脱困境的房企是今年重点关注标的。当前房地产行业需求不振，供需政策双向发力有望驱动板块行情。从长期主线来看，建议关注底部反转的行情机会。
- **现阶段我们建议关注三条主线：1) 无流动性风险且拿地销售基本面较好的央企国企：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。3) 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、南山控股。**

风险提示

- 房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

目录

1 3月新房二手房成交环比大幅增长，同比降幅收窄	6
1.1 新房：房企推货节奏加快，3月新房成交环比大幅增长，但同比降幅仍有近五成	6
1.2 二手房：3月二手房成交环比大幅增长，同比降幅收窄	7
1.3 库存：库存规模和去化周期环比持平；重点城市开盘去化率稳中有增	8
2 土地市场：土地成交规模延续历史低位，全国住宅用地溢价率持续回升	11
3 房企：3月房企销售与投资仍然低迷；融资规模环比大幅增长	14
3.1 销售：百强房企单月销售同比降幅虽然收窄，但降幅仍然超过四成	14
3.2 拿地：3月房企拿地规模、拿地强度均保持低位，新政导向下未来高端改善型地块或更受欢迎	15
3.3 房企融资与债券到期：单月融资规模环比大幅增长	17
4 政策：中央对地产供需端积极表态支持；北京杭州优化限购政策，上海深圳松绑“7090”政策	19
5 3月地产板块持续跑输大盘，板块估值处于低位	22
6 投资建议	23
7 风险提示	24
8 附录	25

图表目录

图表 1. 3月 40 城新房成交面积 1249.7 万平，环比上涨 98.1%，同比下降 49.3%.	6
图表 2. 3月一、二、三四线新房成交面积环比增速分别为 157.6%、115.2%、54.2%	6
图表 3. 3月一、二、三四线新房成交面积同比增速分别为-44.1%、-50.8%、-50.9%	7
图表 4. 我们跟踪的城市中，仅 2 座城市 3 月新房成交面积环比负增长	7
图表 5. 3 月 18 城二手房成交面积 792.6 万平，环比上涨 112.4%，同比下降 33.4%	7
图表 6. 3 月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为 119.6%、113.1%、103.7%	7
图表 7. 3 月一、二、三四线城市同比增速-29.5%、-33.1%、-41.5%	8
图表 8. 3 月我们跟踪的重点城市中，所有城市二手房成交面积环比均正增长，仅 1 个城市同比为正增长	8
图表 9. 截至 2024 年 3 月末，12 个城市新房库存面积为 1.23 亿平，环比基本持平，同比下降 3.5%	8
图表 10. 截至 2024 年 3 月末，一、二、三四线城市库存面积环比增速分别为 2.4%、-2.8%、-0.6%	8
图表 11. 截至 2024 年 3 月末，一、二、三四线城市库存面积同比增速分别为-0.1%、-9.0%、-2.1%	9
图表 12. 截至 2024 年 3 月末，12 个城市整体新房库存面积去化周期为 18.6 个月，环比提与上月同期相比无明显变化，同比提升 5.4 个月	9
图表 13. 截至 2024 年 3 月末，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为 19.2、15.6、74.2 月	9
图表 14. 截至 2024 年 3 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 3.8%、-5.6%、-5.6%	9
图表 15. 截至 3 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 26.9%、51.2%、178.4%	9
图表 16. 截至 3 月底，仅上海、杭州去化周期在 12 个月以内	9
图表 17. 3 月重点城市平均开盘去化率稳中有增至 28%	10
图表 18. 3 月全国成交土地规划总建筑面积为 1.9 亿平，环比上涨 22.4%，同比下降 21.8%	11
图表 19. 3 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为 16.4%、25.9%、53.7%	11
图表 20. 3 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积同比增速分别为-37.0%、-20.5%、6.3%	11
图表 21. 3 月全国住宅类成交土地建面 2580.5 万平，环比上涨 34.2%，同比下降 31.9%	11
图表 22. 3 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为-47.4%、177.9%、34.9%	11

图表 23. 3月一、二、三线城市住宅类土地成交建面同比增速分别为-56.8%、-12.3%、-29.1%	11
图表 24. 3月全国成交土地平均楼面价 971 元/平，环比上涨 4.9%，同比上涨 1.8%	12
图表 25. 3月全国成交土地平均土地溢价率为 4.54%，较上月增加了 1.05 个百分点，较 2023 年同期下降了 1.00 个百分点	12
图表 26. 3月一、二、三线城市成交土地楼面均价环比增速分别为-37.9%、66.7%、-22.7%	13
图表 27. 3月一、二、三线城市成交土地楼面价同比增速分别为 47.9%、15.9%、-22.8%	13
图表 28. 3月一、二、三线城市成交土地平均溢价率分别为 7.93%、6.30%、1.83%	13
图表 29. 3月全国住宅类用地成交土地平均楼面价为 4584 元/平，环比下降 0.6%，同比上涨 11.5%	13
图表 30. 3月全国住宅类用地平均溢价率为 5.75%，环比上升 0.95 个百分点，较去年同期下降 1.7 个百分点	13
图表 31. 3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 33.9%、-12.9%、-24.6%	13
图表 32. 3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 168.2%、3.3%、-20.9%	13
图表 33. 3月一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 8.95%、6.78%、1.90%	13
图表 34. 百强房企 3 月单月权益口径销售额为 2773 亿元，同比下降 44.9%	14
图表 35. 3 月 CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径销售额增速分别为-28.5%、-36.4%、-40.2%、-43.8%	14
图表 36. 3 月各梯队单月全口径销售同比降幅均收窄	14
图表 37. TOP20 房企中，3 月单月无房企销售额正增长，中海、绿城、建发销售额同比降幅相对较小	15
图表 38. 百强房企 3 月单月全口径拿地金额 852 亿元，同比下降 11.5%	15
图表 39. 3 月百强房企拿地强度为 22%，较 2 月下降了 21 个百分点	15
图表 40. 3 月土地投资较多的房企有：国贸地产（拿地金额 82 亿元，拿地强度 506%）、中国铁建（77 亿元，100%）、绿城中国（69 亿元，32%）、建发国际（43 亿元，28%）	16
图表 41. 1-3 月累计土地投资较多的房企有：华润（拿地金额 172 亿元，拿地强度 34%）、绿城中国（125 亿元，34%）、滨江集团（125 亿元，47%）、中建壹品（123 亿元，227%）、中国铁建（120 亿元，92%）	16
图表 42. 2024 年 3 月房地产行业国内外债券、信托、ABS 发行规模合计 671 亿元，同比下降 30%，环比增长 105%	17
图表 43. 2024 年 3 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 3.11%，同比下降 0.88 个百分点，环比下降 0.36 个百分点	17
图表 44. 3 月主流房企中，保利、华润、首开发行国内债券规模较大，分别发行 83、30、26 亿元，平均发行利率分别 2.97%、2.38%、3.50%	17

图表 45. 2024 年 4、6、8 月为国内外债券到期小高峰	18
图表 46. 部分省市房地产融资“白名单”申报情况	19
图表 47. 部分房企披露融资“白名单”项目情况	20
图表 48. 房地产行业 3 月绝对收益为-3.8%	22
图表 49. 房地产行业 3 月相对收益为-4.4%	22
图表 50. 截至 2024 年 3 月末，地产板块 PE 为 11.41X，较 2024 年 2 月末上涨了 1.01X，同比下降 1.24X	22
图表 51. 城市数据选取清单	25

13月新房二手房成交环比大幅增长，同比降幅收窄

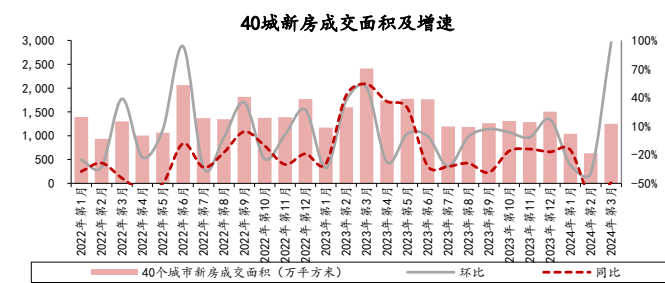
1.1 新房：房企推货节奏加快，3月新房成交环比大幅增长，但同比降幅仍有近五成

3月房企供货节奏有所加快，市场较2月低谷有所反弹，整体新房成交量环比大幅回升，但同比降幅仍有近五成，绝对量仍处低位。3月40城新房成交面积1249.7万平，环比上涨98.1%，同比下降49.3%，同比降幅较上月收窄了14.5个百分点。1-3月40城累计新房成交面积2923.1万平，同比下降45.9%。根据克而瑞，3月房企供货节奏有所加快，但规模仍难及往年同期，30个重点城市新增供应1107万平，环比增长207%，同比下降45%，仍然处在近六年来同期最低位。

从各城市能级来看，因去年3月高基数和今年2月低基数原因，不同能级均呈现环比回升、同比下降态势。一线城市环比增幅明显高于二三四线城市，单月同比降幅、累计同比降幅也均小于二三四线城市。1) 一线城市：3月新房成交面积249.4万平，环比上涨157.6%，同比下降44.1%，同比降幅较上月收窄了19.8个百分点；1-3月累计新房成交面积589.6万平，累计同比下降38.9%。其中北京、上海、深圳市场热度回暖，新房成交面积环比大幅增长113%、263%、199%，不过同比降幅仍有48%、31%、60%。根据克而瑞监测的数据，4个一线城市整体供应面积302万平，环比增长514%，同比仅下降9%，与去年四季度月均持平。北京新房供应经历2个月低谷期后迎来放量，本月规模冲高至88万平，同比增长18%。上海推出第三批集中供应楼盘，带动供应规模环比增长近6倍。深圳供应显著改善，房企借小阳春之势加速推货，本月供应规模环比再增211%，同比转正并微增1%。广州新房成交面积环比86%，同比下降48%，需求稳步修复，但成交量仍处于同期低位。2) 二线城市3月新房成交面积624.7万平，环比上涨115.2%，同比下降50.8%，同比降幅较上月收窄了18.7个百分点；1-3月累计新房成交面积1432.1万平，累计同比下降49.4%。宁波、济南等城市市场底部趋稳，3月新房成交面积环比增长164%、177%，增幅相对较大，同比下降62%、30%；杭州、南京、苏州、福州、南宁、武汉等二线城市3月新房成交环比增幅也超过了100%，前期购房需求遭遇瓶颈期回调较多；从同比来看，南京、武汉、苏州、福州、宁波等地的同比降幅仍超过50%。3) 三四线城市3月新房成交面积375.6万平，环比上涨54.2%，同比下降50.9%，环比由负转正，同比降幅较上月收窄了0.3个百分点；1-3月累计新房成交面积901.4万平，累计同比下降44.9%。三四线城市分化显著，金华、泰安、焦作、惠州、佛山新房成交环比大幅增长，台州、莆田环比仍然下滑，除金华同比降幅仅12%以外，其余三四线城市同比降幅普遍较大。

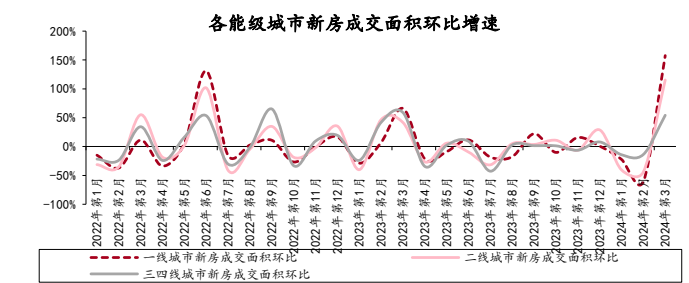
预判4月，我们认为新房成交量或将延续弱复苏走势，不过由于去年基数较高，同比降幅预计仍然不小。根据克而瑞数据，4月28个重点城市预计新增商品住宅供应面积781万平，环比下降26%，同比下降48%，房企推盘积极性较3月小幅回落，但是整体推盘量仍处年内高位。分能级来看，4月核心一二线城市在政策利好、房企推货增加的情况下可能迎来点状复苏；而三四线城市成交将继续筑底行情，经历了两年的调整，部分弱三四线城市的市场处于跌无可跌的停滞状态。

图表 1.3月40城新房成交面积1249.7万平，环比上涨98.1%，同比下降49.3%



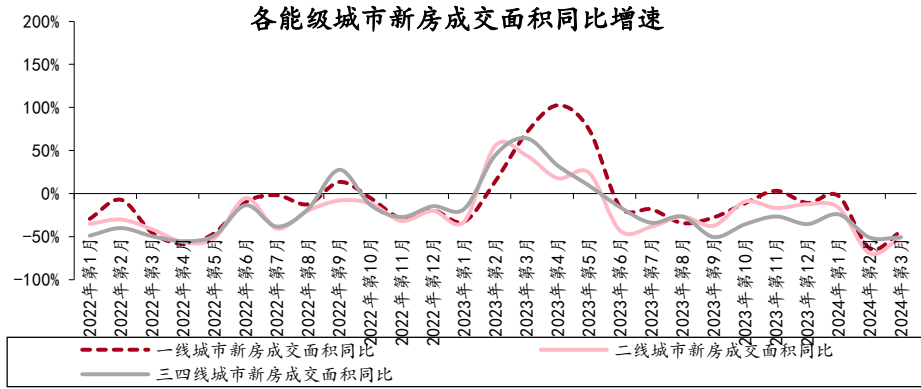
资料来源：同花顺，中银证券

图表 2.3月一、二、三四线新房成交面积环比增速分别为157.6%、115.2%、54.2%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 3.3月一、二、三四线新房成交面积同比增速分别为-44.1%、-50.8%、-50.9%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 4. 我们跟踪的城市中，仅 2 座城市 3 月新房成交面积环比负增长

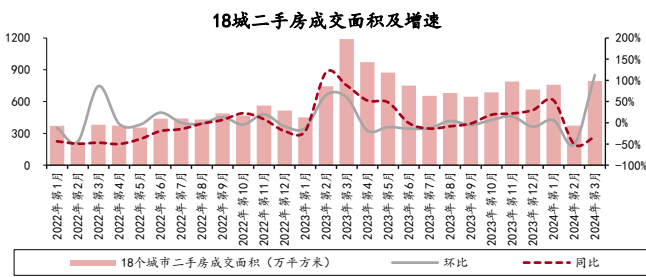
2024年3月全国重点城市新房成交面积（单位：万平）									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	40	113%	-48%	三四线	金华	26	499%	-12%
	上海	109	263%	-31%		台州	26	-9%	-38%
	广州	71	86%	-48%		江门	7	65%	-56%
	深圳	30	199%	-60%		韶关	5	80%	-49%
	合计	249	158%	-44%		佛山	43	162%	-57%
二线	南宁	46	144%	-48%		莆田	2	-28%	-77%
	杭州	68	177%	-48%		泰安	21	210%	-24%
	南京	22	149%	-75%		焦作	5	662%	-35%
	武汉	69	107%	-60%		温州	75	3%	-32%
	青岛	138	89%	-41%		扬州	10	45%	-57%
	苏州	36	154%	-54%	惠州	31	141%	-70%	
	福州	10	168%	-51%	合计	376	54%	-51%	
	济南	80	177%	-30%	总计	1250	98%	-49%	
	宁波	41	164%	-62%					
	合计	625	115%	-51%					

资料来源：同花顺，中银证券

1.2 二手房：3月二手房成交环比大幅增长，同比降幅收窄

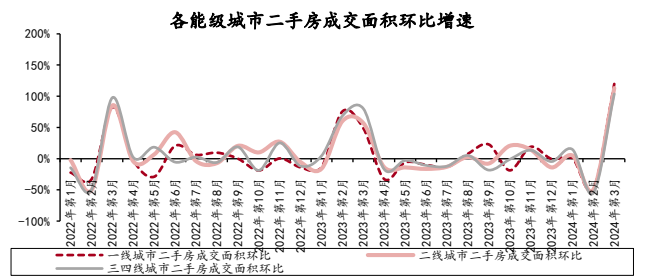
由于2月受春节成交基数相对较低，3月二手房成交环比大幅增长，同比降幅收窄。3月18城二手房成交面积792.6万平，环比上涨112.4%，同比下降33.4%，同比降幅较上月收窄16.9个百分点；1-3月18城累计二手房成交面积1923.7万平，同比下降21.1%。3月一、二、三四线城市二手房成交面积环比分别增长119.6%、113.1%、103.7%，同比分别下降29.5%、33.1%、41.5%，同比降幅较上月收窄22.8、16.6、6.6个百分点；1-3月累计同比增速分别为-19.5%、-22.0%、-21.7%。环比来看，由于上月受春节成交基数相对较低，我们跟踪的所有城市二手房成交规模都显著增长，特别是北京、深圳、杭州、苏州、金华增长超过1倍。同比来看，深圳二手房市场保持活跃度，成交仅微跌0.2%，受益于限购政策松绑，加上业主以价换量主动调降挂牌价；另有韶关同比微增3%，其余城市成交表现普遍不及去年同期。我们认为，在当前较多城市二手房挂牌价下行的背景下，二手房4月成交或将延续增势。

图表 5.3月18城二手房成交面积792.6万平，环比上涨112.4%，同比下降33.4%



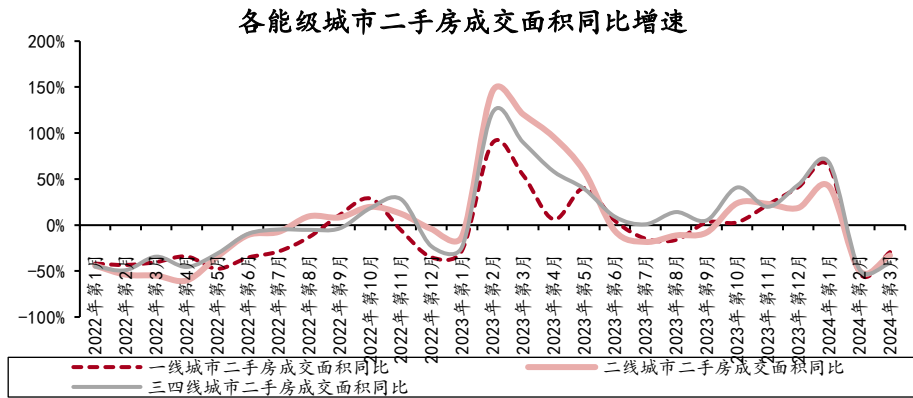
资料来源：同花顺，中银证券

图表 6.3月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为119.6%、113.1%、103.7%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 7.3 月一、二、三四线城市同比增速-29.5%、-33.1%、-41.5%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 8.3 月我们跟踪的重点城市中，所有城市二手房成交面积环比均正增长，仅 1 个城市同比为正增长

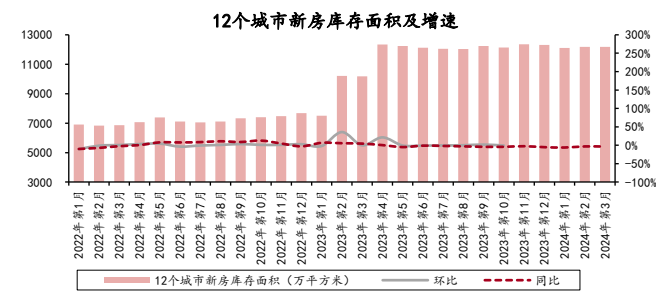
2024年3月全国重点城市二手房成交面积 (单位: 万平)									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	126	123%	-35%	三四线	金华	7	154%	-75%
	深圳	37	109%	-0.2%		韶关	15	77%	3%
	合计	163	119.6%	-29%		佛山	51	101%	-37%
二线	杭州	64	284%	-26%	合计	164	104%	-41%	
	南京	77	82%	-33%	总计	793	112%	-33%	
	苏州	51	104%	-40%					
	厦门	15	91%	-49%					
	南宁	25	88%	-19%					
合计	465	113%	-33%						

资料来源：同花顺，中银证券

1.3 库存：库存规模和去化周期环比持平；重点城市开盘去化率稳中有增

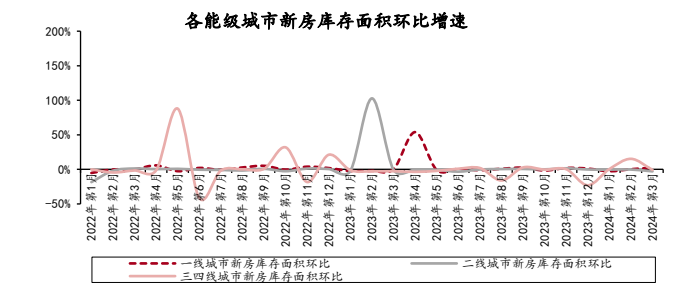
库存规模与去化周期环比持平。截至 2024 年 3 月末，我们跟踪的 12 城新房库存面积为 1.23 亿平，环比基本持平，同比下降 3.5%；整体去化周期为 18.6 个月，环比基本持平，同比提升 5.4 个月。一、二、三四线城市库存面积环比增速分别为 2.4%、-2.8%、-0.6%，同比增速分别为-0.1%、-9.0%、-2.1%。一、二、三四线城市去化周期分别为 19.2、15.6、74.2 月，环比增速分别为 3.8%、-5.6%、-5.6%，同比增速分别为 26.9%、51.2%、178.4%。具体来看，3 月我们跟踪的所有城市中仅上海、杭州去化周期在 12 个月内。

图表 9.截至 2024 年 3 月末，12 个城市新房库存面积为 1.23 亿平，环比基本持平，同比下降 3.5%



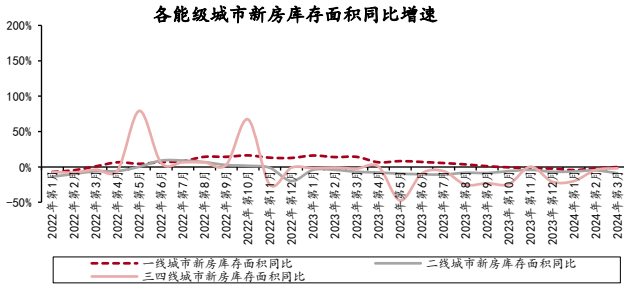
资料来源：同花顺，中银证券

图表 10.截至 2024 年 3 月末，一、二、三四线城市库存面积环比增速分别为 2.4%、-2.8%、-0.6%



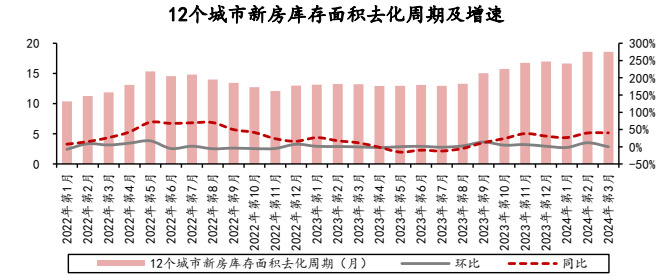
资料来源：同花顺，中银证券

图表 11.截至 2024 年 3 月末，一、二、三四线城市库存面积同比增速分别为-0.1%、-9.0%、-2.1%



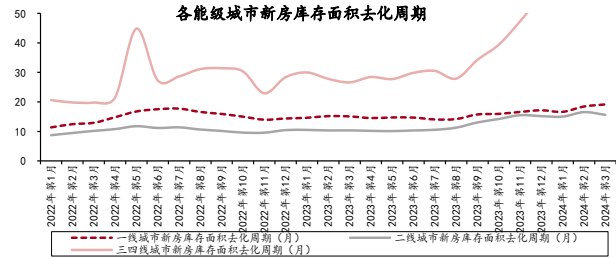
资料来源：同花顺，中银证券

图表 12.截至 2024 年 3 月末，12 个城市整体新房库存面积去化周期为 18.6 个月，环比提升与上月同期相比无明显变化，同比提升 5.4 个月



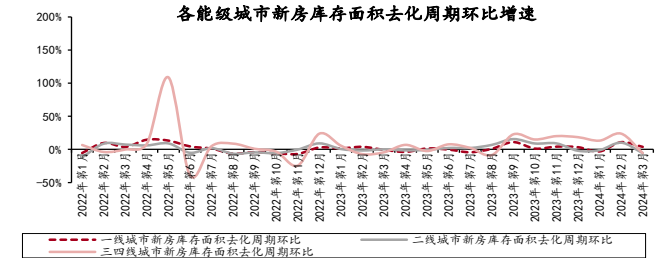
资料来源：同花顺，中银证券

图表 13.截至 2024 年 3 月末，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为 19.2、15.6、74.2 月



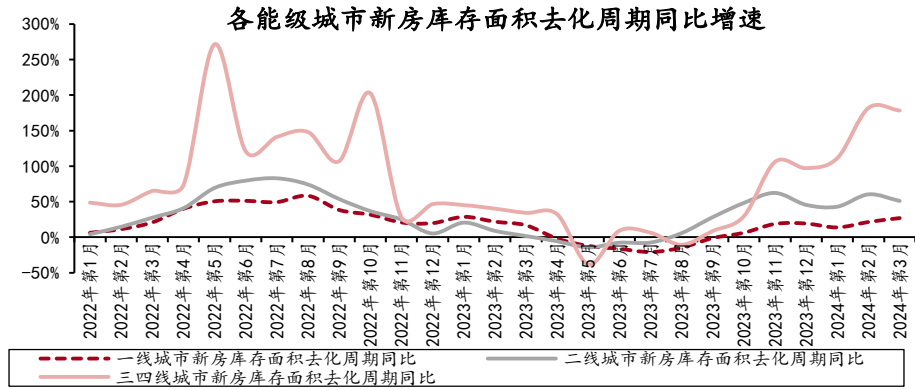
资料来源：同花顺，中银证券

图表 14.截至 2024 年 3 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 3.8%、-5.6%、-5.6%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 15.截至 3 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 26.9%、51.2%、178.4%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 16.截至 3 月底，仅上海、杭州去化周期在 12 个月以内

2024 年 3 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	763	3%	37%	8.2	5%	90%
	北京	2418	2%	-10%	26.1	5%	-4%
	深圳	910	1%	5%	33.3	-2%	69%
二线	杭州	612	-2%	-3%	8.4	-1%	52%
	苏州	698	1%	-2%	19.8	3%	58%
	宁波	790	-2%	1%	22.3	-3%	90%
三四线	福州	294	-30%	-41%	29.4	-34%	-2%
	韶关	215	-2%	13%	62.9	-12%	157%
	莆田	212	0%	-14%	90.7	3%	217%

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。

从项目开盘去化率来看，3月重点城市平均开盘去化率稳中有增至28%。3月因传统营销旺季影响，各城市房企推盘积极性有所回升，去化率与成交表现一致，据克而瑞数据，重点城市3月平均开盘去化率为28%，环比提升9个百分点，同比下降17个百分点，和去年三、四季度同期相比，跌幅分别为6个百分点和4个百分点，去化率仍处于下行通道。多数城市去化率保持环比上升、同比下降，不及去年三四季度平均。成都、无锡、南京保持同环比齐增，主要因核心网红盘热度驱动，北京、杭州、西安等去化率保持在50%以上，不过短期也有降温趋势。除上海、成都之外，多数城市已不及去年三四季度。相较而言，武汉、南京等二线城市主要依托折扣力度较大的刚需盘走量。

图表 17.3 月重点城市平均开盘去化率稳中有增至 28%

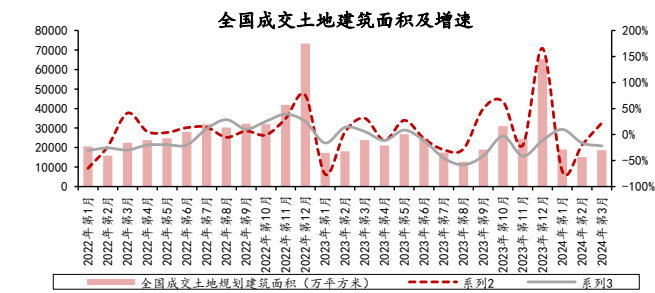
城市	2024年3月去化率	环比	同比	较2023Q3去化率	较2023Q4去化率
成都	91%	+18pct	+20pct	+22pct	+12pct
长沙	63%	/	-5pct	-9pct	+4pct
杭州	54%	+16pct	-7pct	-2pct	-1pct
上海	50%	+16pct	-34pct	-3pct	+3pct
北京	46%	/	-35pct	-16pct	-11pct
无锡	38%	+9pct	+18pct	+24pct	-3pct
天津	38%	-18pct	-5pct	+4pct	-13pct
西安	35%	+1pct	-29pct	-20pct	-12pct
嘉兴	24%	+21pct	-27pct	-10pct	+2pct
深圳	23%	+14pct	-22pct	-8pct	+2pct
南京	21%	+20pct	+1pct	+7pct	+11pct
武汉	21%	+15pct	-7pct	-1pct	+1pct
济南	21%	+13pct	-24pct	-10pct	-3pct
苏州	20%	/	-54pct	-11pct	-15pct
重庆	19%	+11pct	-7pct	-14pct	-3pct
青岛	13%	/	-25pct	-3pct	-8pct
广州	12%	+4pct	-12pct	-3pct	-10pct
佛山	11%	+9pct	-2pct	0pct	-7pct
宁波	10%	+10pct	-43pct	-41pct	-9pct
福州	8%	/	-60pct	-57pct	-15pct
常州	8%	+5pct	-3pct	-4pct	-4pct
珠海	7%	-1pct	-1pct	+2pct	-2pct
郑州	7%	/	-22pct	-15pct	-9pct
合计	28%	+9pct	-17pct	-6pct	-4pct

资料来源：克而瑞，中银证券

2 土地市场：土地成交规模延续历史低位，全国住宅用地溢价率持续回升

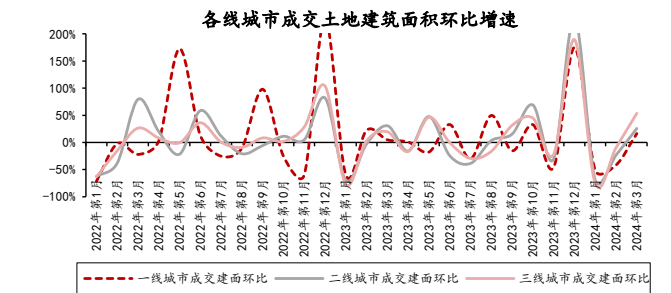
3月土地成交规模延续历史低位，各城市热度显著分化。3月全国（300城）成交土地规划总建筑面积为1.9亿平，环比上涨22.4%，同比下降21.8%，同比降幅较2月扩大了5.7个百分点；一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为16.4%、25.9%、53.7%，同比增速分别为-37.0%、-20.5%、6.3%。单看住宅用地，全国住宅类成交土地建面2580.5万平，环比上涨34.2%，同比下降31.9%，同比降幅较2月收窄了9.6个百分点；一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为-47.4%、177.9%、34.9%，同比增速分别为-56.8%、-12.3%、-29.1%。

图表 18.3月全国成交土地规划总建筑面积为1.9亿平，环比上涨22.4%，同比下降21.8%



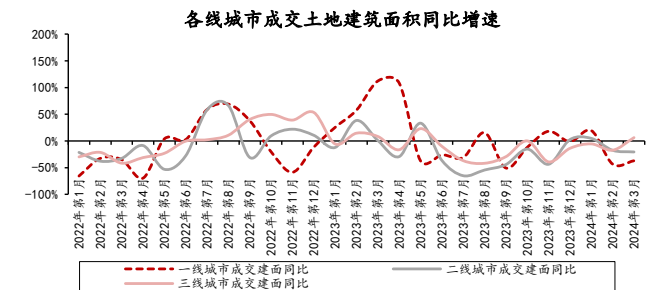
资料来源：Wind，中银证券

图表 19.3月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为16.4%、25.9%、53.7%



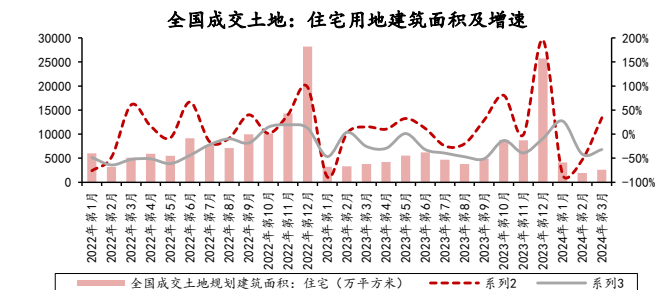
资料来源：Wind，中银证券

图表 20.3月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积同比增速分别为-37.0%、-20.5%、6.3%



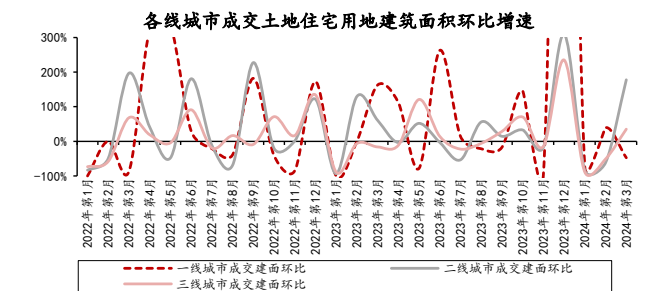
资料来源：Wind，中银证券

图表 21.3月全国住宅类成交土地建面2580.5万平，环比上涨34.2%，同比下降31.9%



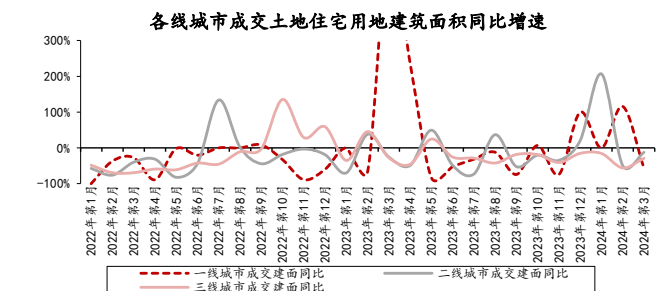
资料来源：Wind，中银证券

图表 22.3月一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为-47.4%、177.9%、34.9%



资料来源：Wind，中银证券

图表 23.3月一、二、三线城市住宅类土地成交建面同比增速分别为-56.8%、-12.3%、-29.1%



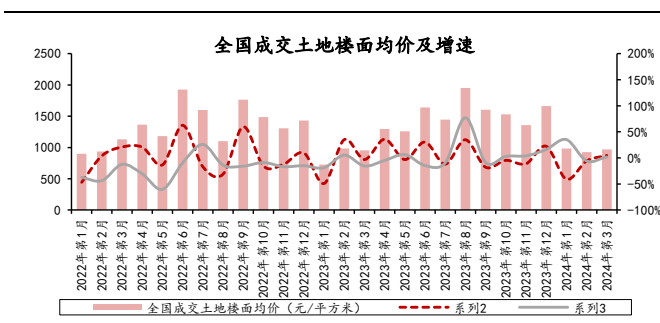
资料来源：Wind，中银证券

从市场热度来看，3月土地溢价率环比再度提升。各城市表现明显分化，上海、北京、苏州、宁波、成都市场保持较高热度，而南京、西安、石家庄等表现则均较为平淡。从全类型土地来看，3月全国（300城）成交土地平均楼面价971元/平，环比上涨4.9%，同比上涨1.8%；平均土地溢价率为4.54%，较上月提升了1.05个百分点，较2023年同期下降了1.00个百分点。一、二、三线城市成交土地楼面均价分别5463、2549、571元/平，环比增速分别为-37.9%、66.7%、-22.7%，同比增速分别为47.9%、15.9%、-22.8%；平均溢价率分别为7.93%、6.30%、1.83%，环比分别提升了4.47、0.21、0.67个百分点，一线城市土地溢价率同比分别提升了4.40个百分点，二、三线城市同比分别下降了0.12、0.33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4584元/平，环比下降0.6%，同比上涨11.5%。本月全国住宅类用地平均溢价率为5.75%，环比上升0.95个百分点，较去年同期下降1.7个百分点。一、二、三线城市住宅类用地平均楼面价为33674、8498、3021元/平，环比增速分别为33.9%、-12.9%、-24.6%，同比增速分别为168.2%、3.3%、-20.9%；土地溢价率分别为8.95%、6.78%、1.90%，一、三线城市环比分别提升了5.17、0.59个百分点，二线城市环比下降了1.88个百分点，一线城市同比提升了3.97个百分点，二、三线城市同比分别下降了1.04、5.48个百分点。

全类型土地累计成交情况来看，1-3月全国土地成交总价同比下降4%，土地溢价率同比下降。2024年1-3月全国（300城）成交土地规划总建面5.3亿平，同比下降10.8%，成交总价5088.9亿元，同比下降4.3%，平均溢价率3.8%，同比下降0.61个百分点。一、二、三线城市1-3月累计土地成交建面分别为0.14亿平、0.85亿平、1.85亿平，同比增速分别为-23.0%、-11.7%、-4.8%；累计成交总价分别为837.7、1681.3、1254.8亿元，同比增速分别为45.2%、-0.9%、-18.2%；一、二、三线城市平均土地溢价率分别为5.5%、5.1%、2.1%，一、二线城市同比分别提升2.92、0.12个百分点，三线城市同比下降1.75个百分点。

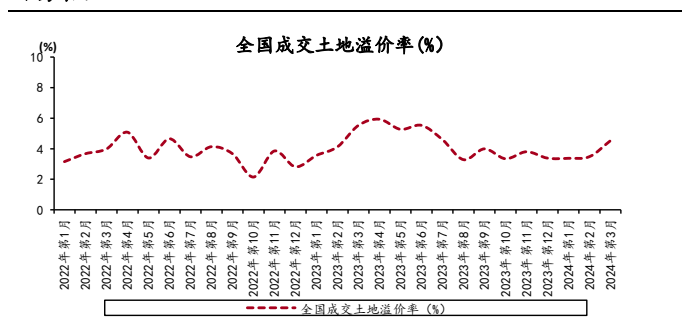
住宅土地累计成交情况来看，1-3月全国住宅类用地土地成交总价同比下降5%。2024年1-3月全国（300城）住宅类用地成交土地规划总建面0.9亿平，同比下降16.4%，成交总价3221.3亿元，同比下降4.8%，平均溢价率4.85%，同比下降1.0个百分点。一、二、三线城市1-3月累计住宅类用地土地成交建面分别为0.03、0.17、0.20亿平，同比增速分别为33.5%、6.9%、-33.5%；累计住宅类用地成交总价分别为680.1、1265.9、579.9亿元，同比增速分别为121.2%、-5.5%、-33.9%；平均土地溢价率分别为7.03、6.41、1.71，一、二线城市同比分别提升2.77、0.17个百分点，三线城市同比下降3.16个百分点。

图表 24.3月全国成交土地平均楼面价971元/平，环比上涨4.9%，同比上涨1.8%



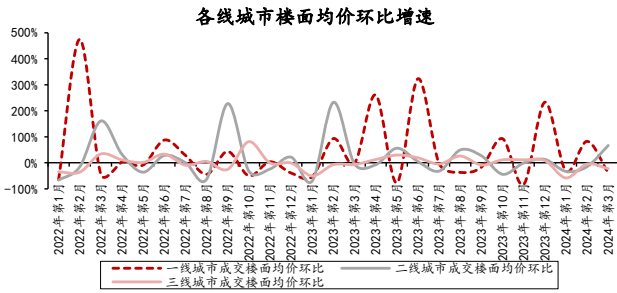
资料来源: Wind, 中银证券

图表 25.3月全国成交土地平均土地溢价率为4.54%，较上月增加了1.05个百分点，较2023年同期下降了1.00个百分点



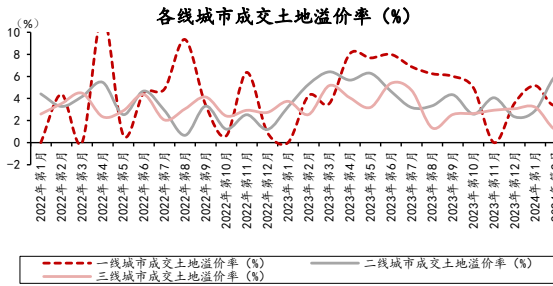
资料来源: Wind, 中银证券

图表 26. 3月一、二、三线城市成交土地楼面均价环比增速分别为-37.9%、66.7%、-22.7%



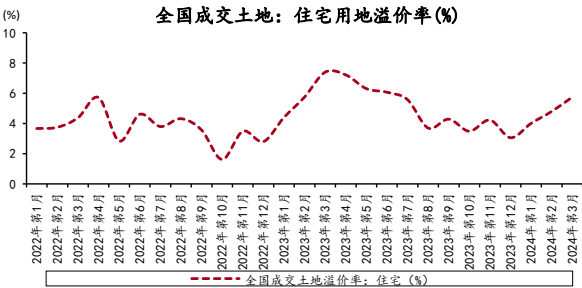
资料来源: Wind, 中银证券

图表 28. 3月一、二、三线城市成交土地平均溢价率分别为 7.93%、6.30%、1.83%



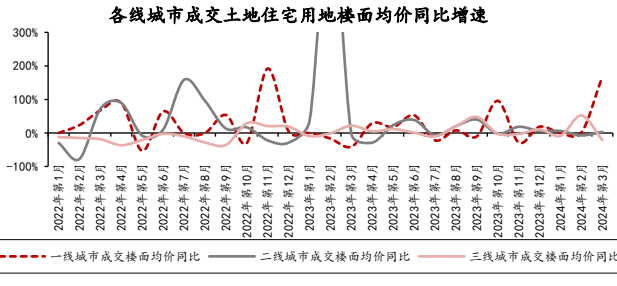
资料来源: Wind, 中银证券

图表 30. 3月全国住宅类用地平均溢价率为 5.75%，环比上升 0.95 个百分点，较去年同期下降 1.7 个百分点



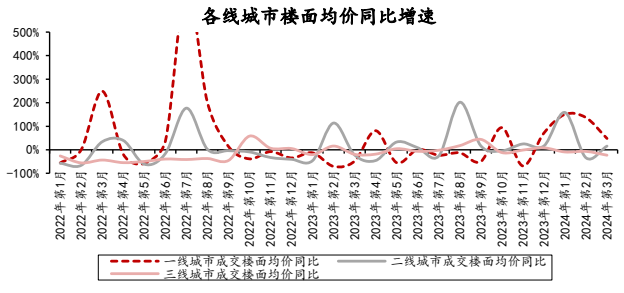
资料来源: Wind, 中银证券

图表 32. 3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 168.2%、3.3%、-20.9%



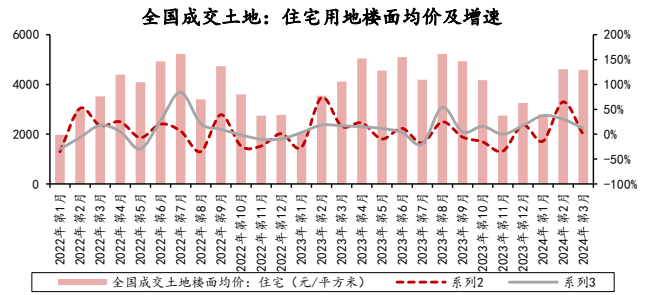
资料来源: Wind, 中银证券

图表 27. 3月一、二、三线城市成交土地楼面价同比增速分别为 47.9%、15.9%、-22.8%



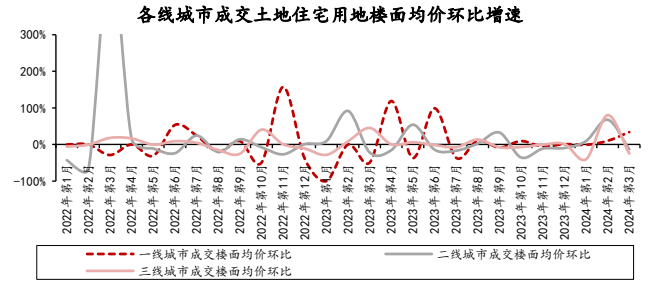
资料来源: Wind, 中银证券

图表 29. 3月全国住宅类用地成交土地平均楼面价为 4584 元/平，环比下降 0.6%，同比上涨 11.5%



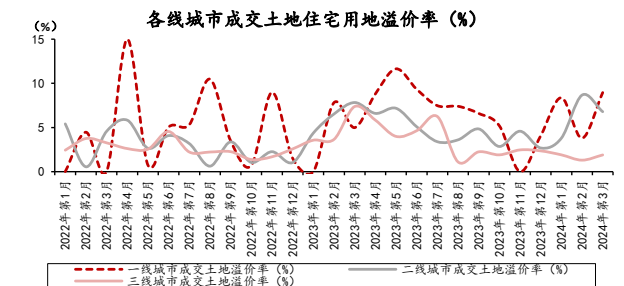
资料来源: Wind, 中银证券

图表 31. 3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 33.9%、-12.9%、-24.6%



资料来源: Wind, 中银证券

图表 33. 3月一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 8.95%、6.78%、1.90%



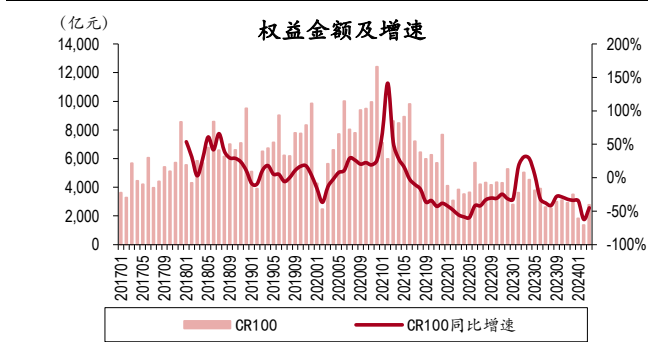
资料来源: Wind, 中银证券

3 房企：3 月房企销售与投资仍然低迷；融资规模环比大幅增长

3.1 销售：百强房企单月销售同比降幅虽然收窄，但降幅仍然超过四成

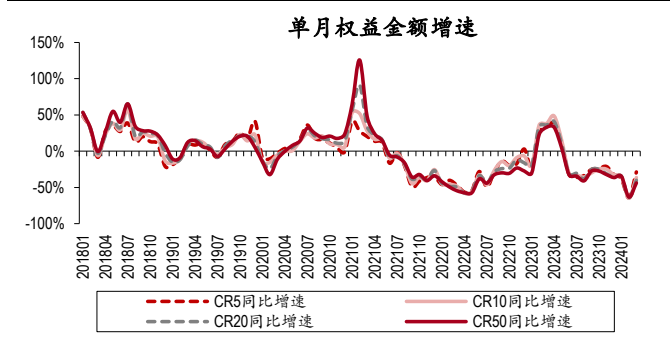
百强房企 3 月单月全口径销售同比降幅收窄，但销售持续承压，降幅仍然超过四成。百强房企 3 月单月实现全口径销售额 3834 亿元，同比下降 47.2%（前值：-61.8%）；权益口径 2773 亿元，同比下降 44.9%（前值：-62.3%）。百强房企 1-3 月全口径销售额 8465 亿元，同比下降 49.1%；权益口径销售额 6073 亿元，同比下降 48.3%。各梯队单月全口径销售同比降幅均收窄。CR5、CR10、CR20、CR50 单月全口径销售额增速分别为-31.2%、-36.5%、-42.7%、-46.3%，同比降幅分别收窄了 29.8、25.0、19.5、15.7 个百分点；权益口径销售额增速分别为-28.5%、-36.4%、-40.2%、-43.8%，同比降幅分别扩大 35.7、28.7、23.8、19.5 个百分点。具体来看，TOP20 房企中，3 月单月无房企销售额正增长，中海、绿城、建发销售额同比降幅相对较小，分别为-4.2%、-11.2%、-27.3%，其余房企同比降幅均超过三成。

图表 34. 百强房企 3 月单月权益口径销售额为 2773 亿元，同比下降 44.9%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 35. 3 月 CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径销售额增速分别为-28.5%、-36.4%、-40.2%、-43.8%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 36. 3 月各梯队单月全口径销售同比降幅均收窄

房企梯队	单月全口径销售 (亿元)			单月全口径销售增速		
	2023 年 3 月	2024 年 2 月	2024 年 3 月	2023 年 3 月	2024 年 2 月	2024 年 3 月
CR5	2096	565	1443	34.3%	-61.0%	-31.2%
CR10	3333	877	2116	27.1%	-61.5%	-36.5%
CR20	4769	1248	2731	31.7%	-62.2%	-42.7%
CR50	6458	1689	3468	31.6%	-62.0%	-46.3%
CR100	7256	1912	3834	29.1%	-61.8%	-47.2%
房企梯队	单月权益口径销售 (亿元)			单月权益口径销售增速		
	2023 年 3 月	2024 年 2 月	2024 年 3 月	2023 年 3 月	2024 年 2 月	2024 年 3 月
CR5	1571	410	1123	33.7%	-64.2%	-28.5%
CR10	2455	604	1562	38.2%	-65.1%	-36.4%
CR20	3336	866	1995	36.1%	-64.0%	-40.2%
CR50	4471	1195	2513	33.0%	-63.3%	-43.8%
CR100	5033	1364	2773	31.3%	-62.3%	-44.9%

资料来源：克而瑞，中银证券

图表 37. TOP20 房企中，3 月单月无房企销售额正增长，中海、绿城、建发销售额同比降幅相对较小

销售排名	公司	2024年1-3月 全口径金额	同比	2024年3月 全口径金额	同比	2023年全口 径销售金额 月均值	2024年2月 全口径金额	同比	2024年3月 权益金额	同比	2024年2月 权益金额	同比	2024年3月 全口径面积	同比	2024年2月全 口径面积	同比
1	保利发展	629	-44.8%	270	-46.4%	352	156	-54.1%	219	-32.0%	119	-55.2%	164	-44.7%	95	-56.3%
2	中海地产	602	-27.9%	412	-4.2%	258	85	-69.6%	371	-7.7%	77	-70.8%	211	-10.0%	56	-64.8%
3	万科	580	-42.5%	245	-43.5%	313	142	-52.1%	159	-43.5%	92	-52.1%	175	-38.4%	89	-44.1%
4	华润置地	507	-35.8%	300	-22.7%	256	93	-61.5%	211	-28.3%	56	-64.7%	126	-20.8%	46	-63.5%
5	招商蛇口	402	-44.3%	192	-43.5%	245	89	-60.4%	117	-45.3%	50	-64.4%	82	-48.4%	43	-52.7%
6	绿城中国	372	-24.3%	216	-11.2%	162	79	-45.3%	163	14.4%	44	-52.0%	54	-33.7%	22	-58.1%
7	建发国际	315	-31.3%	155	-27.3%	115	77	-44.4%	118	-35.1%	56	-40.7%	64	-33.3%	42	-51.2%
8	滨江集团	263	-35.3%	102	-41.7%	128	58	-48.2%	57	-29.6%	25	-51.0%	26	-40.7%	11	-64.7%
9	龙湖集团	237	-52.9%	111	-49.9%	145	48	-72.3%	70	-53.2%	32	-71.9%	74	-46.8%	46	-54.8%
10	越秀地产	217	-50.1%	114	-46.0%	118	37	-72.8%	68	37.6%	22	-83.4%	42	-14.4%	15	-66.1%
11	华发股份	204	-58.5%	95	-60.6%	105	43	-66.1%	67	-66.2%	32	-67.1%	32	-57.6%	18	-67.2%
12	碧桂园	177	-79.9%	55	-82.7%	181	46	-84.4%	45	-83.3%	31	-87.0%	68	-82.7%	56	-84.4%
13	中国金茂	176	-60.2%	71	-64.9%	118	42	-70.6%	49	-65.0%	29	-70.7%	34	-69.9%	23	-74.3%
14	金地集团	167	-62.1%	61	-69.5%	128	51	-65.5%	38	-69.5%	32	-65.5%	32	-71.0%	26	-74.1%
15	绿地控股	140	-53.8%	55	-57.0%	93	40	-44.4%	50	-57.0%	36	-44.4%	52	-42.2%	35	-46.2%
16	中国铁建	130	-38.2%	77	-31.8%	101	32	-52.1%	63	-14.9%	22	-56.8%	43	-56.0%	32	-28.8%
17	新城控股	119	-44.7%	42	-47.0%	63	40	-49.7%	31	-39.9%	29	-45.6%	55	-38.5%	58	-31.1%
18	保利置业	108	-50.0%	62	-30.3%	45	13	-84.0%	37	-45.9%	11	-82.0%	15	-61.5%	6	-78.6%
19	美的置业	104	-56.1%	42	-51.7%	55	27	-68.2%	27	-53.2%	17	-67.5%	35	-50.8%	24	-65.3%
20	旭辉控股	102	-51.9%	40	-51.9%	58	24	-69.4%	21	-58.0%	12	-73.1%	34	-18.0%	21	-67.1%
CR5		2720	-41.5%	1443	-31.2%	1426	565	-61.0%	1123	-28.5%	410	-64.2%	758	-44.6%	355	-65.3%
CR10		4124	-43.7%	2116	-36.5%	2198	877	-61.5%	1562	-36.4%	604	-65.1%	1074	-46.0%	567	-62.3%
CR20		5550	-47.3%	2731	-42.7%	3114	1248	-62.2%	1995	-40.2%	866	-64.0%	1453	-47.2%	808	-61.7%
CR50		7274	-48.9%	3468	-46.3%	4226	1689	-62.0%	2513	-43.8%	1195	-63.3%	1899	-48.1%	1094	-60.9%
CR100		8465	-49.1%	3834	-47.2%	5005	1912	-61.8%	2773	-44.9%	1364	-62.3%	2133	-48.7%	1237	-59.6%

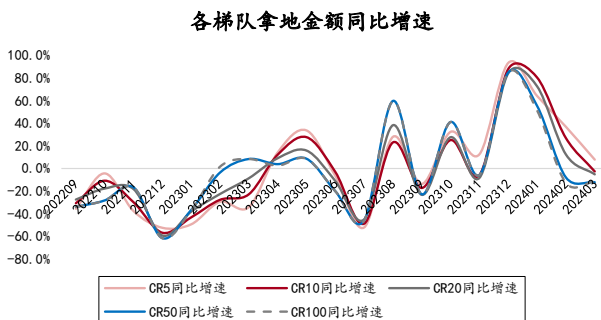
资料来源：克而瑞，公司公告，中银证券

备注：金额单位：亿元；面积单位：万平。同比基数均来源于克而瑞。红色箭头表示对应指标的排名上升，绿色箭头表示排名下降，黄色横线表示排名不变。2023 年月均销售额为公司公告数据。

3.2 拿地：3 月房企拿地规模、拿地强度均保持低位，新政导向下未来高端改善型地块或更受欢迎

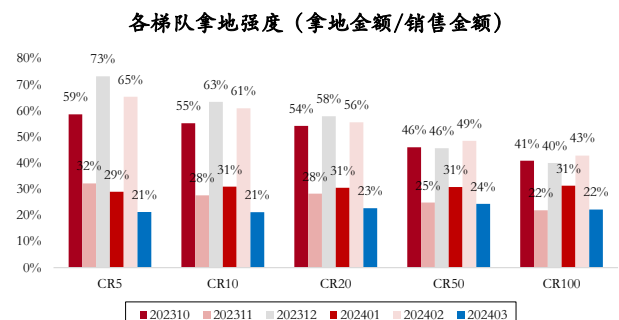
3 月房企拿地规模、拿地强度均保持低位。百强房企 3 月单月全口径拿地金额 852 亿元，同比下降 11.5%（前值:-12.7%）；拿地建面 941 万平，同比下降 5.1%（前值: -34.0%）；拿地楼面均价 9049 元/平，同比下降 6.8%（前值:+32.3%）；百强房企拿地强度（拿地金额/销售金额）从 2024 年 2 月的 43% 下降至 3 月的 22%，拿地强度同比提升 9 个百分点。具体来看，3 月土地投资较多的房企有：国贸地产（拿地金额 82 亿元，拿地强度 506%）、中国铁建（77 亿元，100%）、绿城中国（69 亿元，32%）、建发国际（43 亿元，28%）。对于房企来说，目前有资金实力的国央企将持续聚焦核心优质土储，未来市场格局（尤其是高端市场）将进一步高度集中，但此类房企积极纳储对整体土地市场的带动效果有限；对于大部分仍面临较大现金压力的房企来说，当前的投资积极性仍较弱。

图表 38. 百强房企 3 月单月全口径拿地金额 852 亿元，同比下降 11.5%



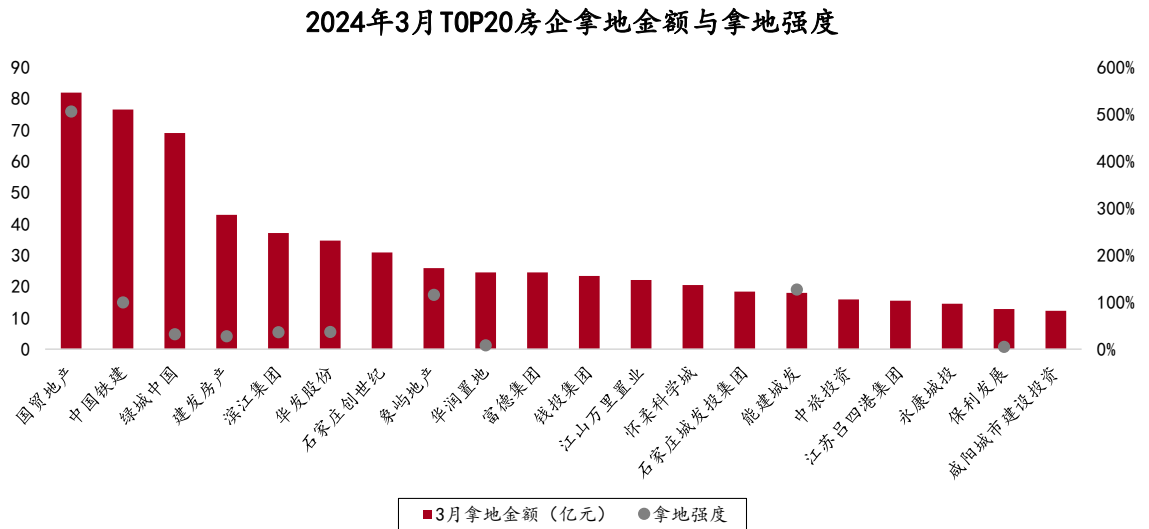
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 39. 3 月百强房企拿地强度为 22%，较 2 月下降了 21 个百分点



资料来源：克而瑞，中银证券

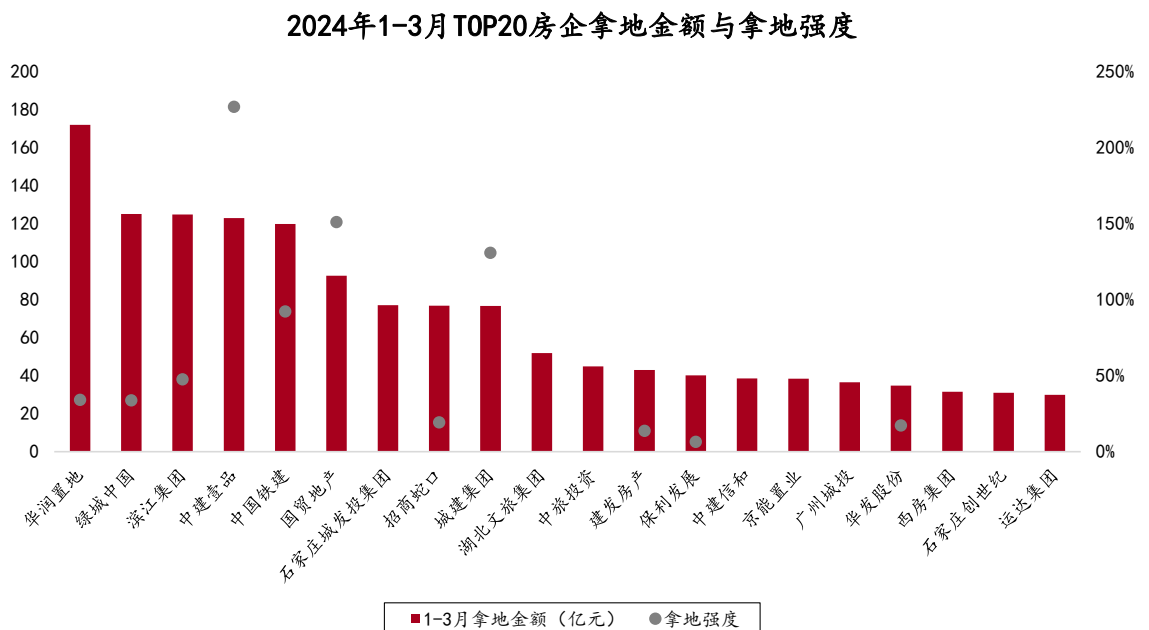
图表 40. 3月土地投资较多的房企有：国贸地产（拿地金额 82 亿元，拿地强度 506%）、中国铁建（77 亿元，100%）、绿城中国（69 亿元，32%）、建发国际（43 亿元，28%）



资料来源：克而瑞，中银证券

从累计来看，百强房企 1-3 月拿地金额 2230 亿元，同比增长 6.2%；拿地建面 3194 万平，同比下降 1.6%；在核心城市集中供地和土拍限价取消的影响下，拿地楼面均价 6982 元/平，同比增长 7.9%；百强房企拿地强度（拿地金额/销售金额）为 26%，拿地强度同比提升 14 个百分点。具体来看，1-3 月累计土地投资较多的房企有：华润（拿地金额 172 亿元，拿地强度 34%）、绿城中国（125 亿元，34%）、滨江集团（125 亿元，47%）、中建壹品（123 亿元，227%）、中国铁建（120 亿元，92%），拿地金额排名靠前的房企仍以央企和优质区域深耕型的民企为主。

图表 41. 1-3 月累计土地投资较多的房企有：华润（拿地金额 172 亿元，拿地强度 34%）、绿城中国（125 亿元，34%）、滨江集团（125 亿元，47%）、中建壹品（123 亿元，227%）、中国铁建（120 亿元，92%）

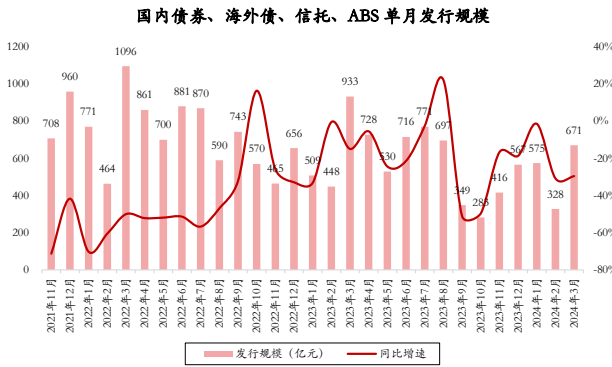


资料来源：克而瑞，中银证券

3.3 房企融资与债券到期：单月融资规模环比大幅增长

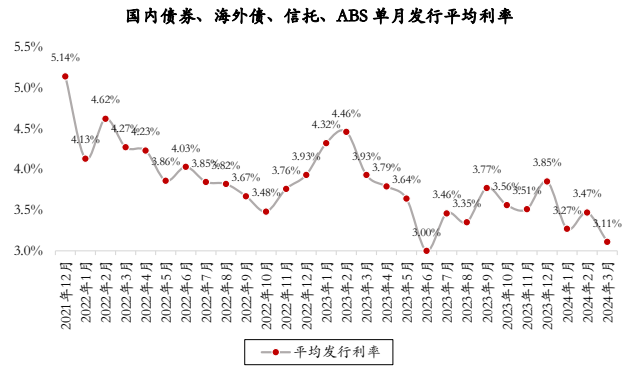
3月房企融资规模，尤其是国内债券发行规模环比大幅增长。2024年3月房地产行业国内外债券、信托、ABS发行规模合计671亿元，同比下降30%，环比增长105%，平均发行利率3.11%，同比下降0.88个百分点，环比下降0.36个百分点。2024年1-3月累计发行规模1574亿元，同比下降17%。其中3月国内债券发行规模522亿元，同比下降23%，环比增长231%，平均发行利率3.09%，同比下降0.65个百分点，环比下降0.08个百分点；海外债券发行规模6亿元，环比增长30%，平均发行利率4.60%，环比提升1.30个百分点；信托发行规模2亿元，同比下降96%，环比下降91%，平均发行利率6.73%，同比下降0.26个百分点，环比提升0.12个百分点；ABS发行规模141亿元，同比下降39%，环比下降4%，平均发行利率3.07%，同比下降1.12个百分点，环比下降0.34个百分点。3月主流房企中，保利、华润、首开发行国内债券规模较大，分别发行83、30、26亿元，平均发行利率分别2.97%、2.38%、3.50%。

图表 42. 2024 年 3 月房地产行业国内外债券、信托、ABS 发行规模合计 671 亿元，同比下降 30%，环比增长 105%



资料来源：中指院，中银证券

图表 43. 2024 年 3 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 3.11%，同比下降 0.88 个百分点，环比下降 0.36 个百分点



资料来源：中指院，中银证券

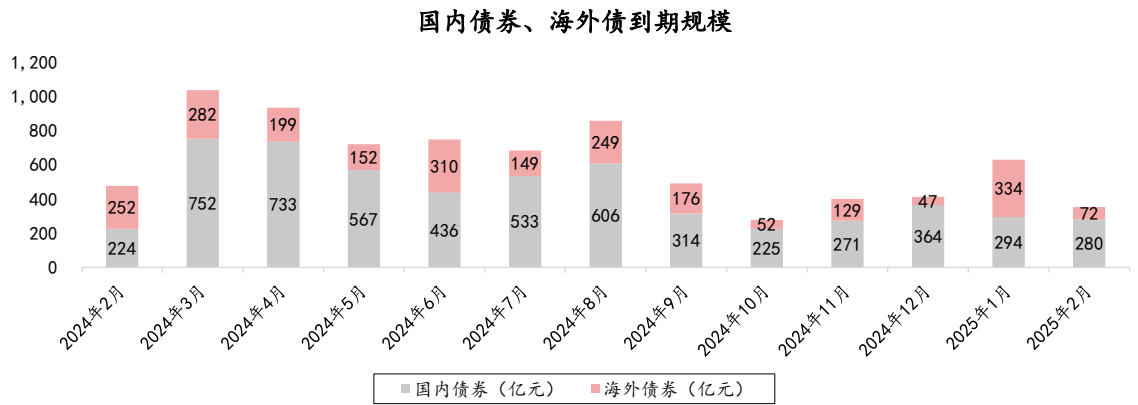
图表 44. 3 月主流房企中，保利、华润、首开发行国内债券规模较大，分别发行 83、30、26 亿元，平均发行利率分别 2.97%、2.38%、3.50%

典型企业融资				
企业名称	国内债券(亿元)	海外债券(亿元)	合计(亿元)	平均利率(%)
保利发展	83		83	2.97
华远	44		44	3.70
苏高新	33.5		33.5	2.40
华润置地	30		30	2.38
首开	26		26	3.50
信达投资	25		25	3.58
电建	22.6		22.6	3.48
招商蛇口	21		21	2.09
大悦城	20		20	3.18
珠江实业	12		12	3.50
华侨城	12		12	3.80
建发	10		10	2.95
铁建	10		10	3.20
绿城	10		10	4.25
电子城高科	9.5		9.5	2.63
光明房地产	9		9	3.60
滨江	7		7	3.64
联发	4.5		4.5	3.04
北辰	3.74		3.74	3.10
五矿		6.00	6.00	4.60

资料来源：中指院，中银证券

2024 年 4、6、8 月为国内外债券到期小高峰。2024 年年内（4-12 月）国内外债券到期规模为 5511 亿元（国内债券 4048 亿元，海外债券 1463 亿元），其中 4、6、8 月为到期小高峰，到期规模分别为 932、746、855 亿元。（债券到期数据本月未更新披露，延用 2 月末披露数据）

图表 45. 2024 年 4、6、8 月为国内外债券到期小高峰



资料来源：中指院，中银证券

4 政策：中央对地产供需端积极表态支持；北京杭州优化限购政策，上海深圳松绑“7090”政策

中央层面，对房地产积极表态，释放了积极信号，宏观与行业供需两端政策持续发力。

1) 多地房地产融资协调机制工作出现了实质性进展。3月9日，住建部部长倪虹披露最新进展：31个省312个城市已建立了房地产融资协调机制，涉及项目超6000个，其中82%是民营和混合所有制企业的项目。根据住建部，截至3月31日，各地推送的“白名单”项目中，有1979个项目共获得银行授信4690.3亿元，1247个项目已获得贷款发放1554.1亿元。

图表 46. 部分省市房地产融资“白名单”申报情况

披露时间	省市	项目数量 (个)	融资额度 (亿元)	涉及金融机构 (个)
2月29日	山东省	448	917	
2月28日	山西省	131	219	
2月28日	陕西省	114		
2月27日	西藏	24	5.75	
2月26日	阳江	4	6.9	
2月23日	安徽省	208	340	
2月22日	内蒙古	161	158	
2月18日	湖南省	576		
2月13日	安徽省	208	340	
2月8日	广州、深圳、佛山、东莞	89	1116	
2月7日	兰州(含兰州新区)	80		
2月7日	天水	20		
2月7日	常州	8	24	
2月6日	泰州	15	46	
2月6日	长沙	78	208	
2月6日	乌鲁木齐	42	93	
2月5日	新疆	46	100	
2月4日	长春	26		
2月4日	沈阳	66	184	
2月2日	天津	22	50	34
2月2日	大连	82	219	
2月2日	大理	60	119	
2月1日	湖北省	221	712	
2月1日	武汉	101	542	18
1月31日	重庆	314	830	22
1月31日	成都	227		28
1月31日	云南省	619	1519	
1月31日	昆明	212	916	24
1月31日	普洱	39	33	
1月31日	保山	29	58	
1月31日	西双版纳	50	122	
1月31日	青海	84	250	19
1月31日	西安	54	180	
1月31日	哈尔滨	19	27	
1月30日	南宁	107		

资料来源：根据新闻梳理，克而瑞，中银证券

图表 47. 部分房企披露融资“白名单”项目情况

披露时间	企业	入围项目数量	项目涉及区域
3月18日	旭辉控股	43个项目	重庆、昆明、北京、天津、太原、武汉、洛阳、温州、南宁等
3月18日	华夏幸福	36个项目(拟融资87亿元)	河北等
3月18日	金科	75个项目	重庆、河南、山东、广西、湖北、辽宁等
3月15日	碧桂园	272个项目(已获融资17.32亿元)	河南、湖北、四川、山东、重庆等
3月7日	中南建设	40个项目(占公司在建项目的17%)	青岛、重庆、西安、烟台、昆明等地
3月5日	远洋集团	40个项目(已实现落地融资支持10亿元)	郑州、济南、大连、佛山
3月4日	奥园	/	南宁、重庆、广州、成都、郑州、西安、湘潭、天津等地
2月27日	花样年	/	郑州、重庆
2月23日	绿地	49个项目(拟融资185亿元)	山东、四川、安徽、云南、黑龙江、陕西、辽宁等
2月22日	龙湖	/	重庆
2月22日	万科	/	重庆
2月21日	中梁	近20个项目	青岛、重庆、长沙、佛山、台州、楚雄、玉溪等12个城市
2月19日	鑫苑中国	/	华中等五大区域
2月14日	中南建设	/	南通、青岛、昆明、重庆等地
2月8日	迪马股份	20个项目	重庆、昆明等
2月7日	佳兆业	/	成都、重庆等
2月5日	中骏	10个项目(拟融资30亿元)	/
2月6日	建业	40个项目	郑州、信阳、焦作、洛阳等
2月5日	融创	90+个项目	北京、天津、成都、重庆、郑州、沈阳、青岛、武汉、昆明、西安、太原、西双版纳等20个城市
2月4日	世茂	16个项目	广东、湖北、重庆、江苏、天津、辽宁和山东等
2月4日	旭辉	18	重庆、昆明、北京、天津、太原、武汉、洛阳、温州、南宁等
2月2日	雅居乐	/	重庆、广州、昆明等

资料来源：根据新闻梳理，克而瑞，中银证券

2) 政府工作报告强调标本兼治化解房地产风险，加快构建房地产发展新模式。3月5日，国务院发布2024年政府工作报告。a) 着重提及房地产风险化解工作：“标本兼治化解房地产等风险”、“优化房地产政策，对不同所有制房企合理融资需求要一视同仁给予支持，促进房地产市场平稳健康发展”。我们认为通过融资协调机制推送房地产项目“白名单”是当前支持房企融资的主要方式之一，除此以外，债券融资方面也应当有更加实质性的支持，一方面能维稳市场信心，另一方面，今年到期规模较大，能及时借新还旧也是防止大规模违约的方式之一。b) 提及“加快构建房地产发展新模式”。房地产发展新模式从2022年政府工作报告中的“探索”到如今的“加快构建”，可见，当前行业新模式的内涵已逐渐清晰，完善住房保障体系、城中村改造等均是重要方向。c) 提及完善“人地钱”挂钩政策，优势地区资源集聚效应有望进一步增强。

3) 两会民生主题记者会上倪虹部长表态房地产三大关键词。3月9日，十四届全国人大二次会议民生主题记者会召开，住建部部长倪虹指出将聚焦稳市场、防风险、促转型这三个方面指导城市政府用好调控自主权。a) 稳市场：倪虹部长指出“现在已经充分赋予城市调控的自主权，城市政府就要扛起责任，根据人口的情况，供需的情况以及保障的需求编制好、实施好住房的发展规划，因城施策，优化房地产的政策，稳定房地产的市场”。我们认为，2024年核心城市政策预计将持续优化。此外，各类改善性需求的政策支持力度也有望针对性地加大，例如核心城市大面积段限制性政策优化等。b) 防风险：倪虹部长指出“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理的融资需求”。c) 促转型：倪虹部长指出“一手抓配售型的保障房建设，一手抓租赁型的保障房供给，以多元化、多样化的方式着力解决好新市民、青年人和农民工的住房问题”。我们预计今年保障性住房、尤其是配售型保障房的供给量将继续增加，各类配套支持政策也有望加速落地，以更好地满足居民住房需求。

4) 国常会明确要进一步优化房地产政策，以激发潜在需求。3月22日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，听取关于优化房地产政策、促进房地产市场平稳健康发展有关情况的汇报。a) 继续强调房地产的重要性，今年稳地产对于稳定宏观经济至关重要本次会议继续强调“房地产产业链条长、涉及面广，事关人民群众切身利益，事关经济社会发展大局”。b) 再提“保交楼、保民生、保稳定”，城市房地产融资协调机制将加快落地见效。2024年“保交楼”仍是各地重点任务，一定程度稳定了市场预期，预计今年“保交楼”资金和配套举措将进一步跟进。同时，城市房地产融资协调机制加快建立，也将进一步保障更多项目顺利交付。c) 本次会议再次明确“加快完善‘市场+保障’的住房供应体系，改革商品房相关基础性制度，着力构建房地产发展新模式”。2024年住房保障体系建设或将加速，土地、金融、税收等相关配套制度将迎来与新模式相适应地完善与改革。

地方层面，各地因城施策，支持政策持续跟进，也是对此前国常会优化房地产政策导向的落实。

1) **北京**（取消离婚限购）、**杭州**（取消二手房限购）、**五指山**（优化多孩家庭限购）等城市放松限购政策。3月14日，杭州市房地产市场平稳健康发展领导小组办公室发布《关于进一步优化房地产市场调控措施的通知》，在本市范围内购买二手住房，不再审核购房人资格。3月18日，五指山住建局发布关于优化调整房地产调控政策的通知，商品住房面向本省户籍居民家庭销售；多孩（未成年子女两个及以上）购买商品住房的，可在现行政策允许购买套数的基础上增加一套。3月27日，北京住建委“离异3年内不得京内购房”的限购政策文件被废止，离婚后购房不再受离婚年限限制。

2) **多地促进房产“以旧换新”**。据中国证券报记者不完全统计，目前，已经有郑州、哈尔滨、常熟、无锡市梁溪区、淄博、南通、南京、青岛、济南、宁波、连云港、亳州、阜阳等10个城市或地区推行房产“以旧换新”相关政策。目前市场上存在卖一买一、卖旧买新、卖小买大的改善型和消费升级需求，房产“以旧换新”是指房地产开发商或政府机构通过收购、置换、补贴等方式，鼓励和帮助已有住房的居民卖旧换新，盘活二手房的同时，促进新房销售和去化。

3) **部分地区出台购房补贴政策**。大连、广州开发区黄埔区、上海青浦区、哈尔滨、常熟、日照等多地对购房者发放补贴，主要包括按套或面积一次性补贴、人才补贴等。大连在3月1日至3月31日召开房交会期间个人购买中山区、西岗区、沙河口区、甘井子区参展楼盘新房的，并在4月15日前正式备案的，政府给予200元/平购房补贴，并且总补贴额不超过买方缴纳的契税总额。高新区补贴政策与市内四区同步；金普新区在区域房交会期间购买参展楼盘新房的个人购房者，新区管委会给予购房补贴；长兴岛按照不同购房群体分别给予200元、500元、700元/平购房补贴。3月4日，在广州发布《广州开发区（黄埔区）促进人才高质量发展的政策措施》，对科技人才个人给予最高500万元购房补贴。3月21日，上海青浦区举行的“青峰”人才政策2.0版新闻通气会，毕业三年内青年人才在青浦就业、创业的，符合条件者可获总额最高5万元租房补贴；35周岁及以下优秀硕士和45周岁及以下优秀博士，可获最高50万元购房补贴。3月28日，哈尔滨出台购房补贴政策，以购房款直接补贴为主，针对人才给予3-10万元购房款补贴、针对非本地户口购买新房提供房款2-3%的补贴、针对“卖旧买新”的需求给予100元/平的补贴。3月31日，常熟出台购房补贴政策，以契税补贴为主，仅针对人才有购房款补贴，针对144平以下首套住房，补贴契税缴纳标准的50%；对人才群体给予购房价1%的补贴；改善型购房者享受限时“卖旧买新”购房契税补贴，在不同时间段购置新房的，由先到后，给予契税缴纳份额100%、80%、50%三档补贴。新政的实施有助于缓解市民购房压力，提高购房意愿，一方面，有助于首次购房者和刚需购房群体切实降低购房成本，另一方面，帮助住房升级置换。日照针对符合条件的青年人、新市民发放购房款总额20%的购房优惠券补贴，购置90-144平新房进行契税补贴。

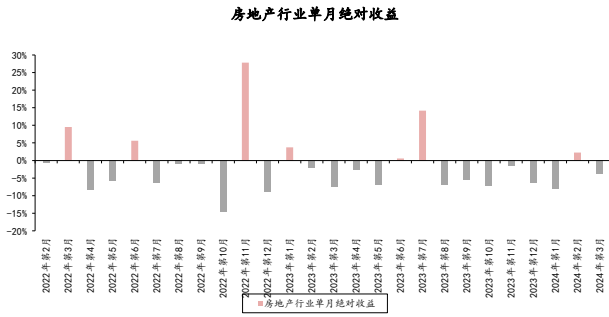
此外，部分城市继续优化限贷政策。福州、济宁、青岛、烟台、南昌、赣州、九江、新余、潮州、汕尾等多个城市自4月起阶段性取消首套房商贷利率下限。苏州、贵阳、哈尔滨、武汉、青岛、福州、株洲、台州、毕节、安庆、秦皇岛、枣庄、贵港、三明、日照等多地继续优化公积金政策。

除了以上需求端政策外，供给端角度，上海、深圳“7090”政策松绑。3月15日，上海今年第二轮土地公告中，对之前“70/90”政策在套型面积、比例要求进行优化，多层、小高层、高层中小套型标准由之前不大于90、95、100平方米调至不大于100、110、120平方米，中小套型比例的要求由之前60%-80%降至50%-70%。3月26日，深圳取消执行“70/90政策”。我们认为，一线城市松绑7090政策，意味着未来或将有更多大户型新房产品进入市场，以更好地适应当下改善性住房需求。

5 3月地产板块持续跑输大盘，板块估值处于低位

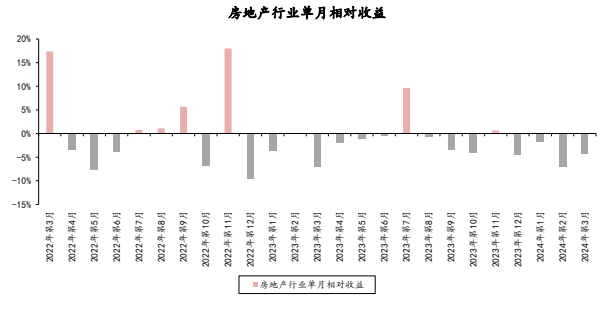
2024年3月地产板块跑输沪深300 4.4个百分点，板块估值处于低位。3月地产板块绝对收益-3.8%，跑输沪深300 4.4个百分点，连续4个月跑输大盘。虽然利好政策不断推出，但由于没有持续强心剂的情况下居民信心仍然不足，行业基本面复苏仍然较弱，且市场预期不持续。截至2024年3月末，地产板块PE为11.41X，较2024年2月末上涨了1.01X，同比下降1.24X，板块估值处于低位。

图表 48. 房地产行业 3月绝对收益为-3.8%



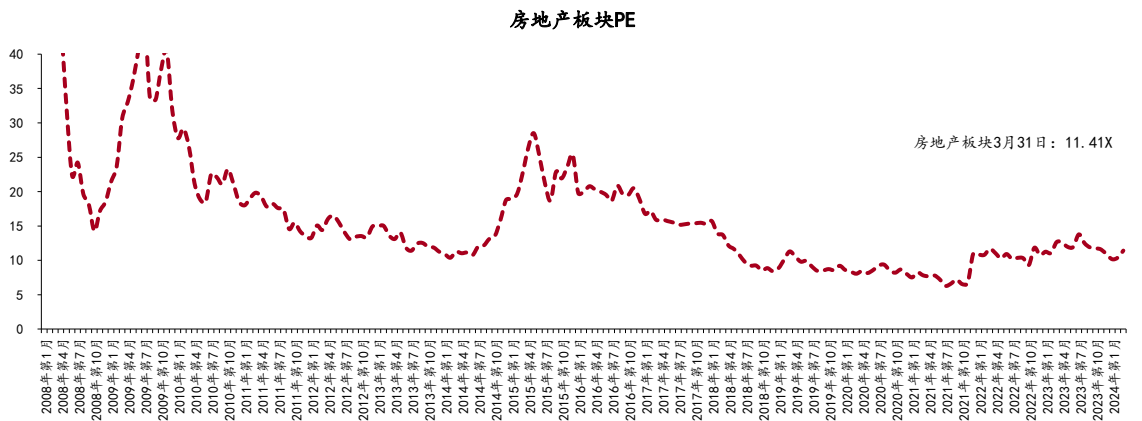
资料来源：同花顺，中银证券

图表 49. 房地产行业 3月相对收益为-4.4%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 50. 截至 2024 年 3 月末，地产板块 PE 为 11.41X，较 2024 年 2 月末上涨了 1.01X，同比下降 1.24X



资料来源：同花顺，中银证券

6 投资建议

在房价上涨预期和居民收入预期仍然较弱的背景下，3月楼市成交虽有季节性热度但规模仍难及往年同期。各地在“因城施策”框架下，需求端政策进入了新一轮发力期，或对市场的企稳和购房者置业情绪的修复有一定效果。整体行业资金压力仍然较大，今年行业供给侧将持续出清，项目白名单的落地一定程度上有助于缓解部分房企资金紧张的局面，能够安全度过瓶颈期、以及受益于政策支持而摆脱困境的房企是今年重点关注标的。当前房地产行业需求不稳，供需政策双向发力有望驱动板块行情。从长期主线来看，建议关注底部反转的行情机会。

现阶段我们建议关注三条主线：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。3) 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、南山控股。

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，新房库存均来源于同花顺；土地市场数据来自于万得。

图表 51. 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)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