

证券研究报告|行业投资策略

房地产

行业评级 强于大市（维持评级）

2024年8月21日



非典型的房地产周期复苏

房地产行业2024H2投资策略

证券分析师：

陈立 执业证书编号：S0210523080003

请务必阅读报告末页的重要声明

总量数据回顾

- 2024年前7月，全国商品房销售面积5.4亿 m^2 ，同比下降18.6%；中国房屋新开工面积4.4亿 m^2 ，同比下降23.2%；施工房屋面积70.3亿 m^2 ，同比下降12.1%；竣工房屋面积3.0亿 m^2 ，同比下降21.8%；开发投资完成额6.1万亿元，同比下降10.2%；到位资金总量为6.2万亿，同比下降21.3%。

调控政策回顾

- 2023年至今，房地产调控政策经历了从紧缩到松绑、再到进一步支持的过渡。今年以来，在促进住房需求（降低首付比例和取消房贷利率下限）、消化库存（通过“以旧换新”政策和现房收储）、以及缓释风险（如建立项目融资白名单）等多方面政策持续推进，推动房地产市场整体企稳回升。

房企经营回顾

- 2024年一季度，营业收入规模合计0.29万亿（YoY-8.6%），营业成本0.23万亿（YoY-5.1%），毛利率为21.9%（YoY-3.1pct），净利率为4.5%（YoY-0.6pct）。行业仍处于持续降杠杆的过程中，26家典型房企中，8家满足“三道红线”绿档要求。混合所有制/央企/国企/民企在各经营指标中表现分化。

下半年展望

- 库存情况：**现房库存规模继续上升，期房库存则持续下降。到2024年6月，现房库存上升至3.8亿平方米，而期房库存降至16.3亿平方米。由于现房库存增加和期房销售速度下降，去化周期有所延长。2024年下半年后，伴随前期开工规模的下行，叠加停工及保交付对增速的扰动消退，住宅竣工增速预计持续下行，叠加当前现房销售持续复苏，现房去库存将出现显著的被动提速。
- 销售趋势：**现房与期房销售增速分化。2021年后，现房销售持续好于期房，这反映了居民对期房交付的预期不明朗，以及房价预期变化对购买期房的影响。假设到2024年底，现房住宅销售面积增速、以及期房转入现房面积增速保持与2024年6月水平相同，住宅现房库存去化周期将降低至1.43年。在监管持续推进现房收储政策环境下，现房销售增速有望进一步复苏，推动库存周期进一步下行。
- 竣工规模：**现房竣工速度超过销售复苏速度，导致库存继续累积。2024年前6个月，现房库存累积0.7亿平方米。预计下半年竣工增速将继续下降，而现房去库存将显著加快。
- 二手房市场：**二手房市场持续复苏，尤其在房价调整到位的区域。相较于期房，新房的市场，二手房由于价格市场化和“所见即所得”的特点，成交量持续活跃。
- 土地市场：**从前置半年的拿地增速与开工增速对应来看，土地市场拿地不足，带来的开工规模不足，仍将制约下半年开工规模复苏。由于需求不足，土地市场供地减少，地价较为刚性，需要等待房价企稳复苏来消化地价上涨。
- 投资建议：**建议关注三个方向：①上半年拿地较高、下半年销售预期改善房企：【招商蛇口】、【中海发展】、【保利发展】、【华润置地】、【绿城中国】、【越秀地产】；②再贷款推进，流动性压力缓解房企：【万科A】、【金地集团】、【新城控股】；③海外流动性改善，物管企业DCF估值提升：【绿城服务】

- 风险提示：**融资环境收紧超预期、房地产销售政策变化、地产调控政策变化、引用数据滞后或不及时。

■ 1. 总量数据回顾

2024年前7月，全国商品房销售面积5.4亿 m^2 ，同比下降18.6%；中国房屋新开工面积4.4亿 m^2 ，同比下降23.2%；施工房屋面积70.3亿 m^2 ，同比下降12.1%；竣工房屋面积3.0亿 m^2 ，同比下降21.8%；开发投资完成额6.1万亿元，同比下降10.2%；到位资金总量为6.2万亿，同比下降21.3%。

■ 2. 调控政策回顾

■ 3. 企业经营回顾

■ 4. 下半年展望

■ 5. 投资建议及风险提示

1. 基本面回顾：销售持续回落，百城房价上涨

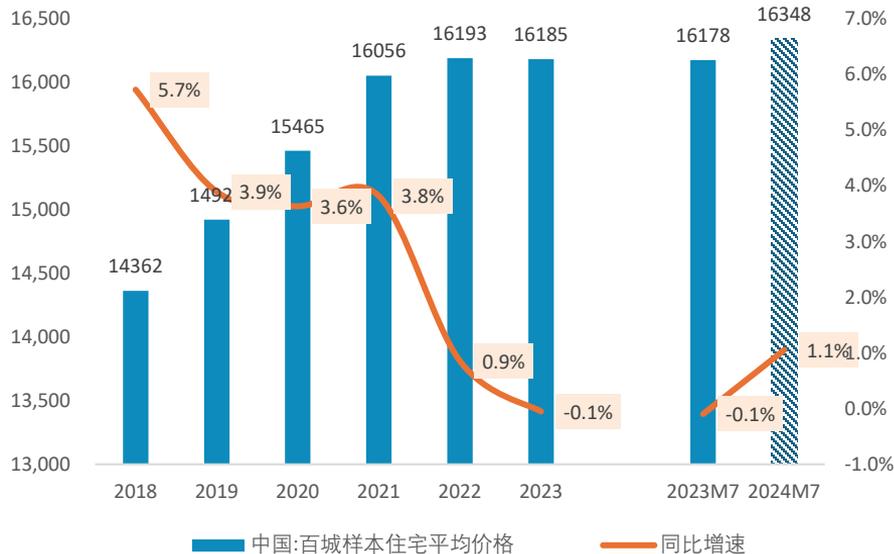
- **销售持续探底**：2024年前7月，全国商品房销售面积5.4亿 m^2 ，同比下降18.6%，相较于2023年全年商品房销售面积降幅（-8.5%），进一步扩大10.1pct。
- **房价同比微升**：2024年前7月，百城样本商品房销售均价16348元/ m^2 ，同比上涨1.1%，相较于2023年末商品房均价同比增速（-0.1%）提升1.1pct。

图表：全国商品房销售面积及同比增速（亿 m^2 、%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：百城样本住宅均价及同比增速（元/ m^2 、%）

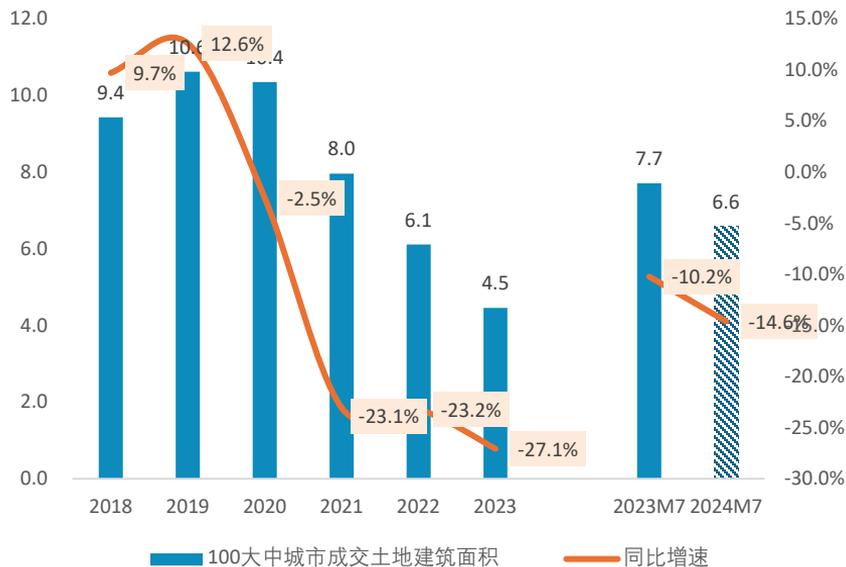


资料来源：Wind、华福证券研究所

1. 基本面回顾：土地供应走低，新开工面积减少

- **土地供应走低**：2024年前7月，中国100大中城市成交土地建筑面积6.6亿㎡，同比下降14.6%，相较于2023年全年100大中城市成交土地面积降幅（-27.1%）缩窄12.5pct。
- **新开工面积减少**：统计局口径下，2024年前7月，中国房屋新开工面积4.4亿㎡，同比下降23.2%，相较于2023年全年房屋新开工面积降幅（-20.4%）扩大2.8pct。

图表：100大中城市:成交土地占地面积（亿㎡、%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：房屋新开工面积（亿㎡、%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

1. 基本面回顾：施工面积下降，竣工面积下降

- **施工面积下降**：统计局口径下，2024年1-7月，施工房屋面积70.3亿 m^2 ，同比下降12.1%，相较于2023年全年施工房屋面积降幅（-7.2%）扩大4.9pct。
- **竣工面积下降**：统计局口径下，2024年1-7月，竣工房屋面积3.0亿 m^2 ，同比下降21.8%，相较于2023年全年房屋竣工面积同比增长17.0%，前七个月房屋竣工规模由增转降，竣工面积下行显著。

图表：中国:施工房屋面积（亿 m^2 、%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：中国:竣工房屋面积（亿 m^2 、%）

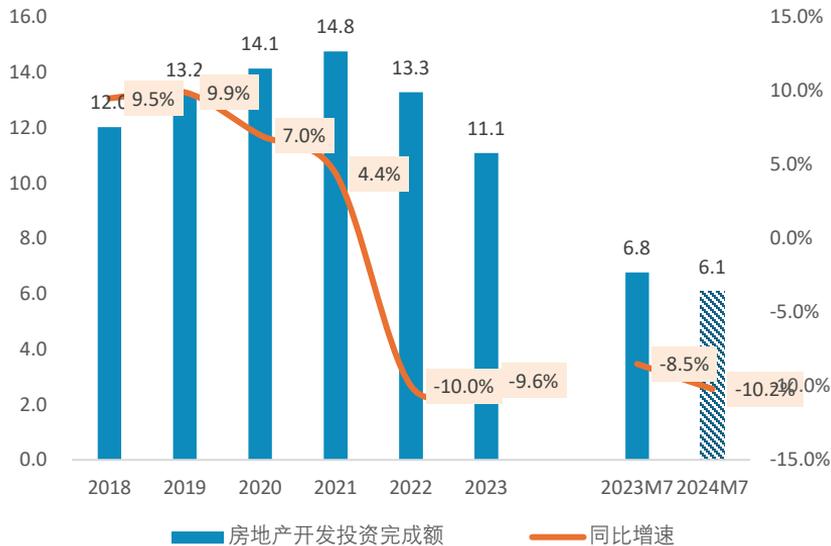


资料来源：Wind、华福证券研究所

1. 基本面回顾：开发投资额下降，土地购置投资占比提升

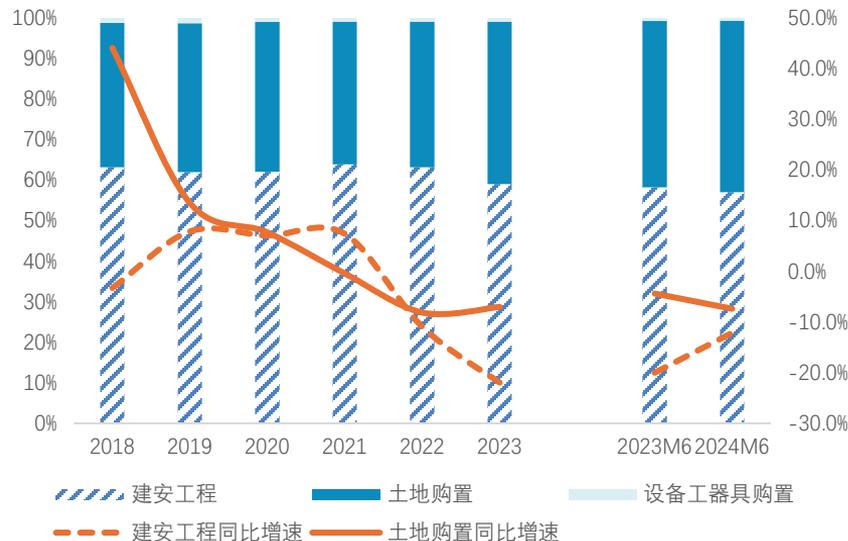
- **开发投资额下降**：2024年1-7月房地产开发投资完成额6.1万亿元，同比下降10.2%，相比于2023年全年房地产开发投资降幅（-9.6%）扩大0.6pct。
- **土地购置投资额占比提升**：分构成看：2024年前六月，建筑与安装工程投资额3.0万亿元，同比减少12.1%，其占总投资额比例57.0%，相较于其2023年全年（59.0%）占比缩小2.0pct；土地购置投资额2.2万亿元，同比减少7.4%，其占总投资额比例42.3%，相较于其2023年全年（40.1%）占比增加2.3pct。

图表：房地产开发投资完成额（万亿元、%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：房地产开发投资完成额分构成占比（%、%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

1. 基本面回顾：到位资金下降，国内贷款、自筹资金降幅缩窄

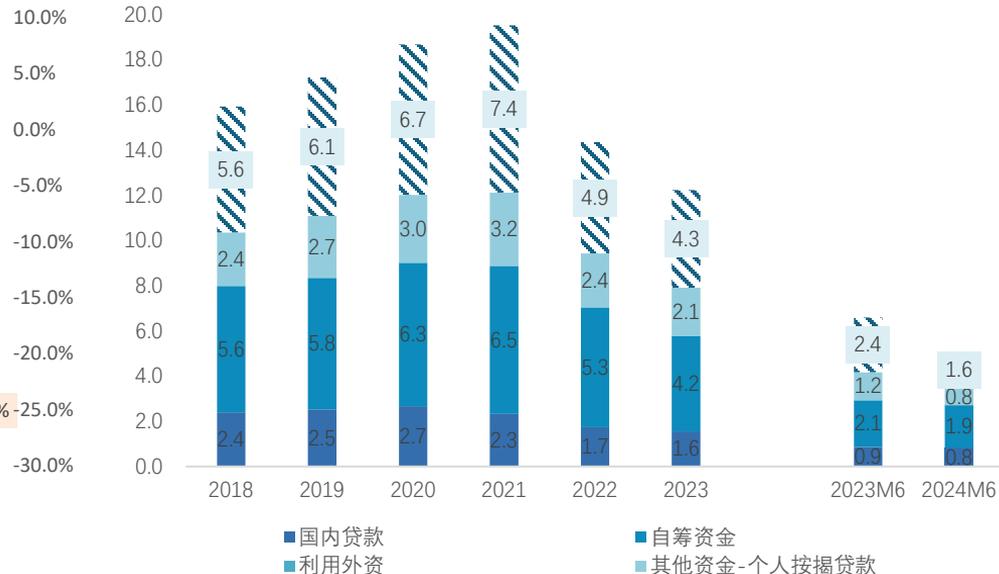
- **房地产到位资金下降：**1-7月全国房地产到位资金总量为6.2万亿，同比下降21.3%，降幅较2023年全年（-13.6%）扩大7.7pct。
- **国内贷款、自筹资金降幅缩窄：**到位资金结构中，1-7月国内贷款9216亿，同比下降6.3%，降幅较2023年全年（-9.9%）收窄3.6pct；自筹资金22057亿，同比下降8.7%，降幅相比2023年全年（-19.1%）收窄10.4pct，房企融资能力有所回升。

图表：房地产到位资金（万亿元、%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：房地产开发投资完成额构成占比（万亿）



资料来源：Wind、华福证券研究所

■ 1. 总量数据回顾

■ 2. 调控政策回顾

2023年至今，房地产调控政策经历了从紧缩到松绑、再到进一步支持的过渡。今年以来，在促进住房需求（降低首付比例和取消房贷利率下限）、消化库存（通过“以旧换新”政策和现房收储）、以及缓释风险（如建立项目融资白名单）等多方面政策持续推进，推动房地产市场整体企稳回升。

■ 3. 企业经营回顾

■ 4. 下半年展望

■ 5. 投资建议及风险提示

2.1 政策思路——政策基调

- 自2023年至今，房地产调控政策整体基调，不断从紧缩、向松绑、向进一步支持过渡。
- 当前政策基调下，主要的政策落地抓手主要在三个方面：促进需求、消化库存、缓释风险。

图表：2023年至今重点会议对地产表态定调

时间	来源	详细
2023/3/15	政府工作报告	出台金融支持措施，支持刚性和改善性住房需求，扎实推进保交楼稳民生工作。 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，建立实施房地产长效机制，扩大保障性住房供给，推进长租房市场建设，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产市场健康发展。
2023/4/28	政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，做好保交楼、保民生、保稳定工作，促进房地产市场平稳健康发展，推动建立房地产发展新模式。 在超大特大城市积极稳步推进城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。规划建设保障性住房。
2023/7/24	政治局会议	要切实防范化解重点领域风险， 适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策 ，因城施策用好政策工具箱，更好满足居民刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产。
2023/10/31	中央金融工作会议	促进金融与房地产良性循环，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 ，因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。
2023/12/12	中央经济工作会议	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地产企业的合理融资需求，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。
2024/4/30	政治局会议	会议强调，要持续防范化解重点领域风险。继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待， 统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，抓紧构建房地产发展新模式 ，促进房地产高质量发展。要深入实施地方政府债务风险化解方案，确保债务高风险省份和市县既真正压降债务、又能稳定发展。要持续推动中小金融机构改革化险，多措并举促进资本市场健康发展。
2024/5/17	央行	首付比例调整： 人民银行将全国首套房贷最低首付比例从20%降至15%，二套房从30%降至25%。这有助于降低购房门槛，提振住房消费。 房贷利率政策： 取消了全国层面的房贷利率政策下限。商业银行可以根据客户风险自主决定利率水平，实现房贷利率市场化。 公积金贷款利率： 下调公积金贷款利率0.25个百分点，其中5年以上首套房公积金贷款利率下调至2.85%。 人民银行拟设立保障性住房再贷款， 保障性住房再贷款规模是3000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期4次，发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家全国性银行。银行按照自主决策、风险自担原则发放贷款。人民银行按照贷款本金的60%发放再贷款，可带动银行贷款5000亿元。
2024/6/7	国常会	房地产业发展关系人民群众切身利益，关系经济运行和金融稳定大局。要充分认识到房地产市场供求关系的新变化，顺应人民群众对优质住房的新期待， 着力推动已出台政策措施落地见效，继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施。 对于存量房产、土地的消化、盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进。要加快构建房地产发展新模式，完善“市场+保障”住房供应体系，促进房地产市场平稳健康发展。

资料来源：中国政府网、中国人民银行、中国房地产报、新华社、人民日报、华福证券研究所

2.2 政策思路——落地抓手之一

➤ 促进需求：

- 降低首付比例；取消房贷利率下限；下调公积金贷款利率

图表：主要城市跟进落地房地产调控政策梳理

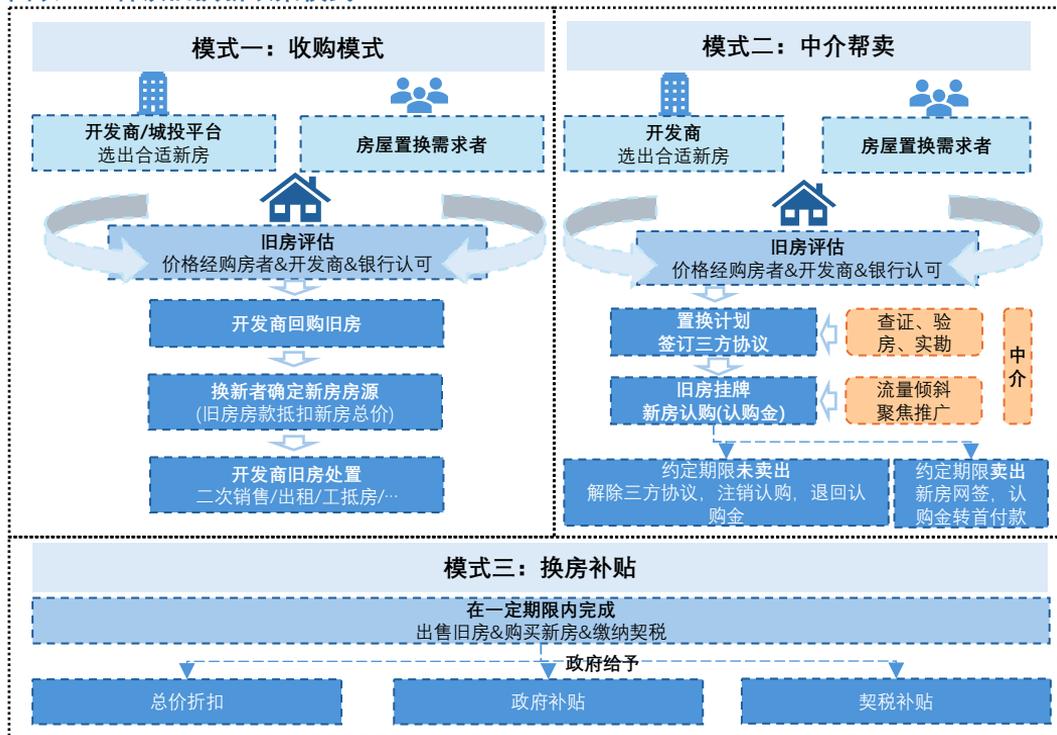
日期	城市	优化内容
2024年6月13日	苏州	跨区使用公积金贷款购房仍可按首套房，享受 5年期以上首套最低利率2.85% 。
2024年6月7日	芜湖	推出13条房地产市场优化发展政策，涉及人才安居、购房补贴、二手住房交易、公积金贷款、以旧换新、房贷利率、保障性住房等方面。政策还提到， 鼓励房地产开发企业探索购买部分产权的销售方式，通过合同约定，购房人可以先购买房屋部分产权，剩余产权继续由房地产开发企业持有 ，购房人可租赁使用，购房人购买剩余产权时已支付的租金可抵扣购房款。
2024年6月5日	南昌	取消首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限， 首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25% 。
2024年6月2日	苏州	苏州市出台“苏16条”，包括 全面取消限购 ；实施换购住房个税退税优惠，实施购房契税补贴；非苏州户籍购房者买房即可落户；首套住房首付最低15%，二套最低25%等政策。
2024年5月30日	青岛	青岛市 下调商业性个人住房贷款最低首付款比例至15% ，取消商业性个人住房贷款利率政策下限，按区（市）“认房不认贷”。
2024年5月28日	深圳	深圳 首套住房个人住房贷款最低首付款比例由原来的30%调整为20% ，二套住房个人住房贷款最低首付款比例由原来的40%调整为30%。首套房贷利率降为3.5%；二套房贷利率降为3.9%。
2024年5月28日	广州	非广州户籍人群购房社保缴纳年限从2年调整为6个月，并享受户籍家庭购房待遇； 执行5月17日国家对于首套房、二套房最低15%和25%的最低首付，以及按揭贷款利率不设下限的政策 ；优化贷款买房提取公积金流程，并可用公积金支付首付款，取消现售，支持“以旧换新”；居民家庭在购房所在区内无住房且符合购房条件的，新购住房贷款可按首套住房认定。
2024年5月27日	上海	上海出台“沪九条”优化调整房地产市场政策，包括进一步优化住房限购政策（非沪籍居民购房社保连续缴纳年限从5年降至3年， 非户籍单身人士购房地域扩大至外环内二手住房 ；非户籍人才购房社保连续缴纳年限从3年降至2年，可购区域从产业片区扩大到上海全域等）、支持多子女家庭合理住房需求、取消离异购房限制、 优化住房信贷政策（首套房贷款首付比例从30%降至20%，首套房贷利率下限从LPR-10个基点降至LPR-45个基点，最低可至3.50%等） 。
2024年5月20日	重庆	重庆出台六条购房新政：实施多子女家庭购房补贴，给予“换新购”购房补贴，实施人才购房补贴，进一步优化住房套数认定，进一步支持灵活就业人员缴存使用住房公积金，调整现房再交易管理政策。

资料来源：证券时报、中国房地产报、南昌市住建局、中国基金报、房天下、深圳政府在线、深圳特区报、广州市人民政府、重庆市人民政府、安合财经、重庆日报、上海市人民政府、华福证券研究所

2.2 政策思路——落地抓手之二

- **消化库存：“以旧换新”政策。**主要有三种模式：1) 收购模式：国资平台收购居民二手房，居民获得资金后用于购置指定新房；2) 中介帮卖：房企与中介合作，优先推介拟换新购房者的旧房；3) 换房补贴：给予房地产以旧换新税费优惠、流程性便利。

图表：三种以旧换新政策模式



资料来源：21世纪经济报道、支付宝“乐居换新购”小程序，华福证券研究所

图表：部分典型城市落地细节及实施效果

模式	实施地	典型城市落地细节及实施效果
收购模式	连云港、衢州、常州、郑州等	<p>郑州：2024年4月1日开启住房“以旧换新”工作。</p> <p>1) 需求端：截至6月30日，二手房收购主体郑州城发安居有限公司二手房源报名登记已超过9000套，签订收购协议2637套。</p> <p>2) 供给端：万科、亚星、电建等全市500余家房企，共计623个新建商品房项目参与以旧换新，其中190个项目可为换房群众提供现房房源11750多套。</p> <p>3) 资金端：金融机构兴趣已引入了交通银行、兴业银行等21家银行，可为二手房收购提供资金保障。</p> <p>4) 中介服务：河南正达、河南豫建等51家房地产评估机构，安居客、贝壳、易居房友等主要经纪平台及其1300余家合作经纪门店均提供服务。</p>
中介帮卖	上海、青岛、武汉、宁波、重庆、杭州临平区、遂宁等	<p>上海：支付宝上线“乐居换新购”小程序。首批参加倡议的房地产开发企业20余家、房地产经纪机构近10家，首批参加倡议的项目30余个，主要分布在嘉定、松江、青浦、奉贤、临港等区域。房地产经纪机构承诺，对购房居民的旧房“全城推、优先卖”。</p> <p>截至2024年8月21日10时，已上线28个楼盘。</p>
换房补贴	沈阳、盐城、南京栖霞区等八大区、扬州、常熟、海宁、日照等	<p>南京：以旧换新有退税补贴、人才补贴。假设为建邺区认定人才，自有住房总价300万，通过以旧换新置换一套500万的房子，能享受3万个人所得税退税+5万购房补助</p>

资料来源：21世纪经济报道、河南商报、南京房小团、支付宝“乐居换新购”小程序、今日闵行、华福证券研究所

2.2 政策思路——落地抓手之二

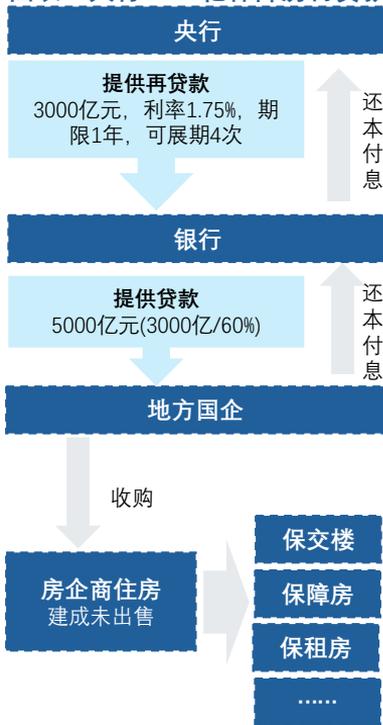
➤ 消化库存：现房收储

- 4月30日中共中央政治局会议后，政府密集出台相关政策，如央行设立3000亿元保障性住房再贷款，支持地方国企收购已建成未出售商品房。

图表：收储政策梳理

时间	会议	相关内容
2024年4月30日	中共中央政治局会议	继续坚持因城施策，压实地方政府、房地产企业、金融机构各方责任，切实做好保交房工作，保障购房人合法权益。要结合房地产市场供求关系的新变化、人民群众对优质住房的新期待， 统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施 ，抓紧构建房地产发展新模式，促进房地产高质量发展。
2024年5月17日	全国切实做好保交房工作视频会议	商品房库存较多城市，政府 可以需定购，酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房 。
2024年5月17日	国务院政策例行吹风会	央行： 拟设立3000亿元保障性住房再贷款 ，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计带动银行贷款5000亿元。 住建部： 支持地方以合理价格收回土地 。主要是支持地方按照“以需定购”原则，以合理价格收回闲置土地，用于保障性住房建设。允许地方采取“收回—供应”并行方式来简化程序，办理规划和供地手续，更好地提供便利化服务。
2024年6月7日	国务院常务会议	着力推动已出台政策措施落地见效，继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施。对于存量房产、土地的消化盘活等工作既要解放思想、拓宽思路，又要稳妥把握、扎实推进。 要加快构建房地产发展新模式，完善“市场+保障”住房供应体系 ，改革相关基础性制度，促进房地产市场平稳健康发展。
2024年6月12日	保障性住房再贷款工作推进会	中国人民银行在山东省济南市召开保障性住房再贷款工作推进会，调研推广前期=试点经验，部署保障性住房再贷款推进工作。 支持地方国有企业以合理价格收购已建成存量商品房用作保障性住房配售或租赁 。按照最新工作部署， 预计今年三季度各地的去库存工作将会加速落地 。

图表：央行3000亿保障房再贷款流向



2.2 政策思路——落地抓手之三

➤ 缓释风险：项目融资白名单

- 2024年1月5日，住建部、金融监管总局联合发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》，明确协调机制将根据房地产项目的开发建设情况及项目开发企业资质、信用、财务等情况，按照公平公正原则，提出可以给予融资支持的房地产项目名单，向本行政区域内金融机构推送。

图表：房地产融资协调机制推动进展梳理

1月5日	1月25日	1月26日	1月31日	2月6日	2月19日	2月20日	2月29日
住建部、金融监管总局发布《关于建立城市房地产融资协调机制的通知》	金融监管总局召开会议	住建部召开城市房地产融资协调机制部署会	公开报道进展	金融监管总局召开专题会议	公开报道进展	住建部召开视频调度会议	住建部、金融监管总局联合召开视频调度会议
提出可以给予融资支持的房地产项目名单；	各地要以项目为对象，抓紧研究提出可以给予融资支持的房地产项目名单；	进一步部署落实城市房地产融资协调机制相关工作；	截至1月底， 26个省份170个城市已建立城市房地产融资协调机制 ，第一批房地产项目“白名单”推送给商业银行，涉及房地产项目3218个；	截至2月20日， 29个省份214个城市已建立城市房地产融资协调机制 ，分批提出项目“白名单”并推送给商业银行，共涉及5349个项目；	截至2月28日， 全国31个省份276个城市已建立城市房地产融资协调机制 ，共提出房地产项目约6000个；		
金融机构按照市场化、法治化原则评估推送的支持对象	部署推动落实城市房地产融资协调机制相关工作	国家层面将建立城市房地产融资协调机制项目信息平台	房地产项目“白名单”第一笔贷款落地 ：广西南宁市向当地金融机构推送了第一批107个房地产项目“白名单”，其中北投荷院项目已获得民生银行南宁分行3.3亿元开发贷款	各商业银行内部要建立专门工作机制，优化贷款审批流程，细化尽职免责规定	商业银行接到名单后，按规程审查项目，已向27个城市83个项目发放贷款共178.6亿元；	已有57个城市162个项目获得银行融资共294.3亿元	商业银行快速进行项目筛选，审批通过贷款超2000亿元；
					在第一批房地产项目名单中，84%的项目为民营房企和混合所有制房企开发		按照协调机制“应建尽建原则”， 3月15日前地级及以上城市要建立融资协调机制

2.2 政策思路——落地抓手之三

➤ 缓释风险：项目融资白名单

- 截至5月16日，“白名单”项目的贷款审批金额已达到9350亿元。相当于2023年房地产全行业获得的国内贷款（15595亿元）的六成。

图表：部分省市房地产融资“白名单”申报情况（截至2024年2月29日）

披露时间	企业	入围项目数量	项目涉及区域
2月29日	华夏幸福	29	河北等
2月27日	碧桂园	100+	河南、湖北、四川、山东、重庆等
2月27日	花样年	/	郑州、重庆
2月26日	奥园	/	南宁、重庆、广州据CRE
2月23日	绿地	49	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	青岛、重庆、长沙、佛山、台州、禁注、玉溪等12个市
2月19日	鑫苑中国	多个	华中等五大区域
2月14日	中南	多个	南通、青岛、昆明，重庆等地
2月5日	中骏	10	/
2月6日	建业	40	郑州、信阳、焦作、洛阳等
2月5日	融创	90+	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5日	金科	53	重庆、河南、山东、广西、湖北、辽宁等
2月4日	世茂	16	广东、湖北、重庆、江苏、天津辽宁和山东
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4日	远洋	近20	西安、成都、武汉、厦门等
2月2日	雅居乐	/	重庆、广州、昆明等

资料来源：中指研究院、房天下、华福证券研究所

- 1. 总量数据回顾
- 2. 调控政策回顾
- 3. 企业经营回顾

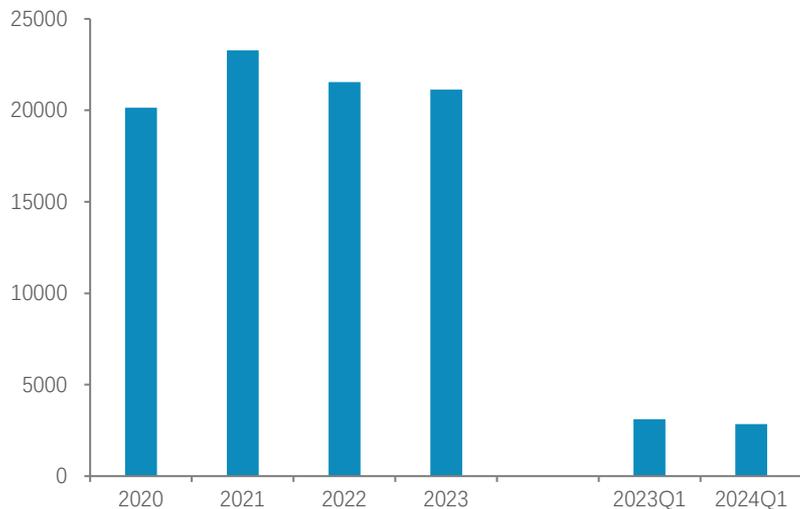
2024年一季度，营业收入规模合计0.29万亿（YoY-8.6%），营业成本0.23万亿（YoY-5.1%），毛利率为21.9%（YoY-3.1pct），净利率为4.5%（YoY-0.6pct）。行业仍处于持续降杠杆的过程中，26家典型房企中，8家满足“三道红线”绿档要求。混合所有制/央企/国企/民企在各经营指标中表现分化。

- 4. 下半年展望
- 5. 投资建议及风险提示

3.1 企业经营回顾——盈利能力

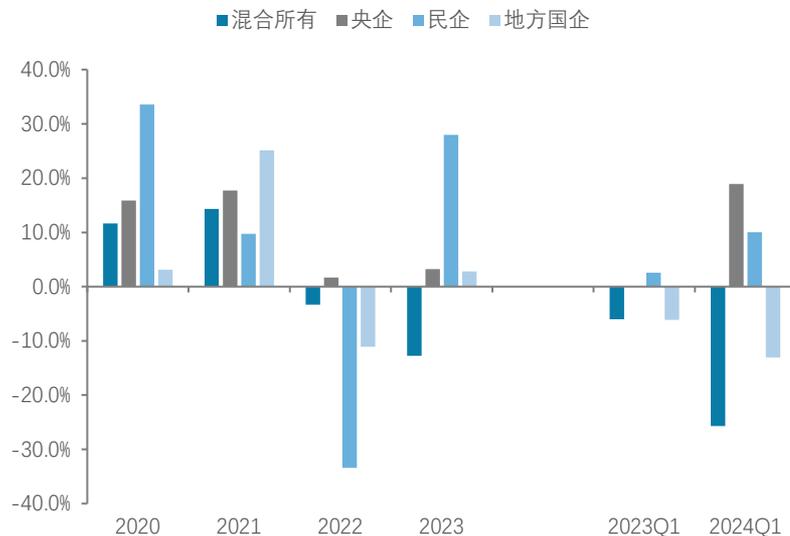
- **2023年典型房企收入规模下降，降幅缩窄。**2023年典型房企收入规模下降，合计2.1万亿（YoY-1.9%），降幅相较22年（YoY-7.4%）缩窄。2024年一季度，收入规模合计0.29万亿（YoY-8.6%）。
- **典型央企与民企营收增速转正。**2023年，央企、民企收入增速同比2022年转正，分别为3.2%（YoY+1.6pct）、28.0%（YoY+61.4pct）。2024年一季度，同比增速分别为央企+18.9%（YoY+18.8pct）、民企+10.1%（YoY+7.5pct）、地方国企-13.0%（YoY-6.9pct）、混合所有制企业-25.7%（YoY-19.7pct）。

图表：典型房企合计收入规模（亿）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：典型房企收入增速（%）

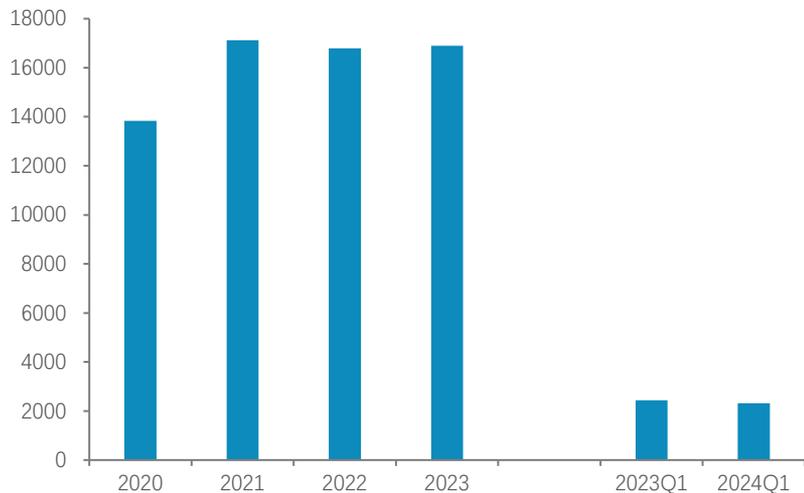


资料来源：Wind、华福证券研究所

3.1 企业经营回顾——盈利能力

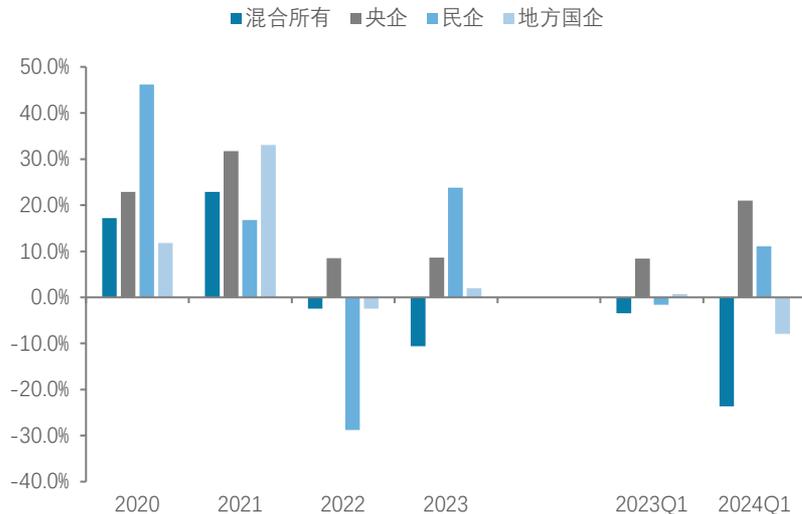
- **2023年典型房企成本规模基本持平。**2023年典型房企合计营业成本1.69万亿（YoY+0.6%），2024年一季度营业成本0.23万亿（YoY-5.1%）。
- **典型央企、民企营业成本同比增加。**2023年，不同类型房企成本增速由高至低分别为民企（+23.8%，YoY+52.6pct）、央企（+8.7%，YoY+0.2pct）、地方国企（1.9%，YoY+4.4pct）、混合所有制企业（-10.6%，YoY-8.1pct）；2024年一季度，成本增速由高至低分别为央企（+21.0%，YoY+12.6pct）、民企（11.1%，YoY+12.7pct）、地方国企（-8.0%，YoY-8.7pct）、混合所有制企业（-23.6%，YoY-20.2pct）。

图表：典型房企合计成本规模（亿）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：典型房企成本增速（%）

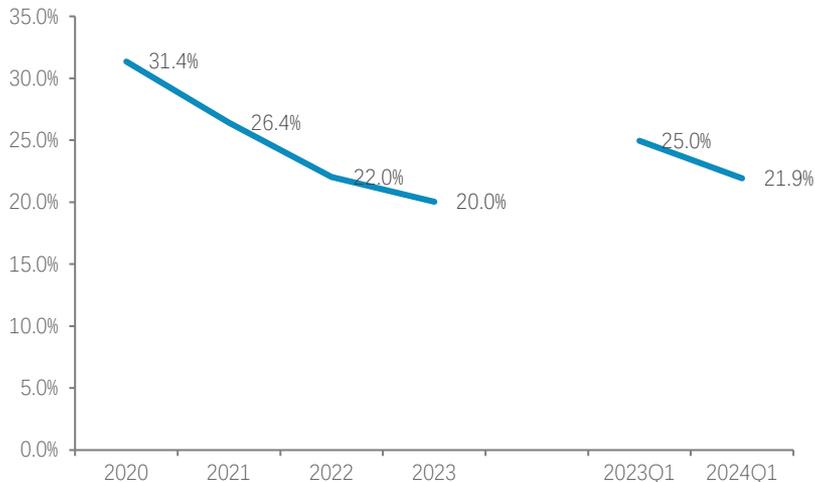


资料来源：Wind、华福证券研究所

3.1 企业经营回顾——盈利能力

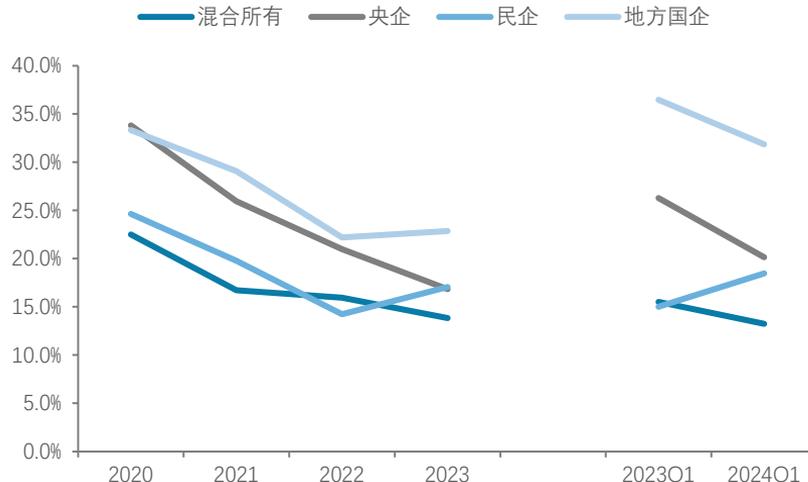
- **行业整体毛利率企稳。**典型房企2023年毛利率为20.0% (YoY-2.0pct) ， 2024年一季度毛利率为21.9% (YoY-3.1pct) ， 2023年行业毛利率降幅缩窄。
- **地方国企和民企毛利率有所回升。**2023年，典型地方国企和民企毛利率有所回升，分别为22.9%/17.0% (YoY +0.7pct/2.8pct) ； 2024年一季度，典型民企毛利率同比提升至18.5% (YoY+3.5pct) 。

图表：典型房企毛利率 (%)



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：不同类型房企毛利率 (%)

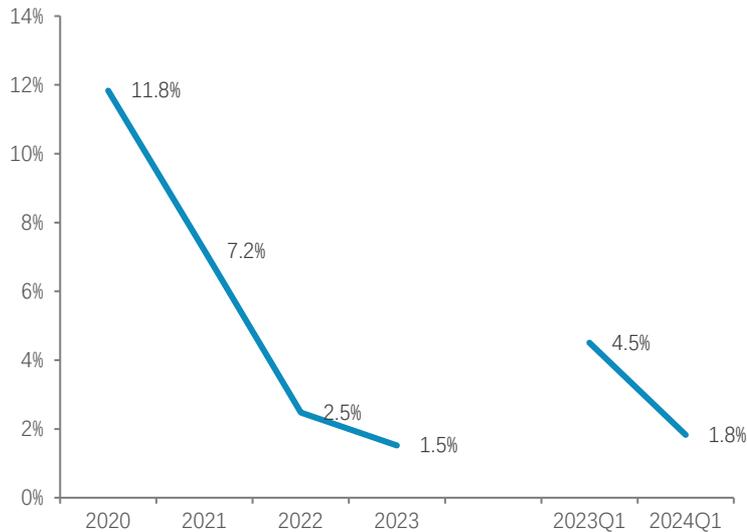


资料来源：Wind、华福证券研究所

3.1 企业经营回顾——盈利能力

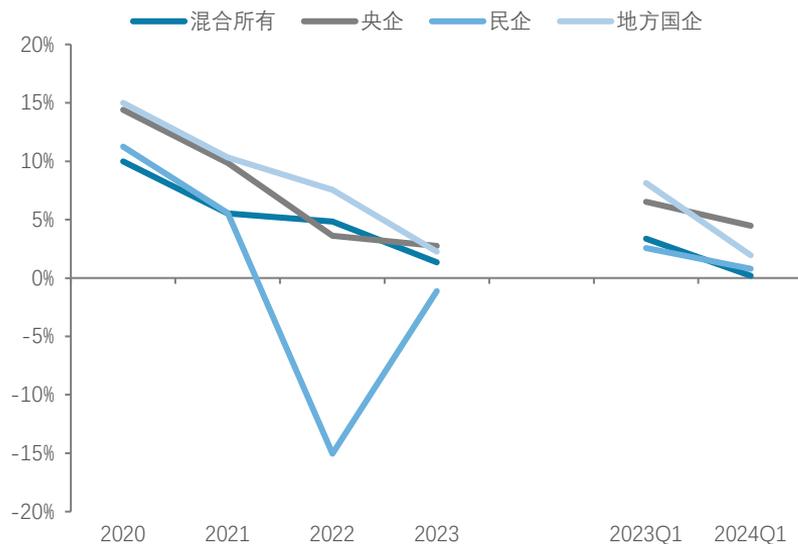
- **净利率持续下降，降幅缩窄。**2023年，典型房企净利率为1.5% (YoY-1.0pct)，2024年一季度净利率为1.8% (YoY-2.7pct)。
- 2023年，不同类型房企净利率由高至低分别为，央企 (+2.7%，YoY-0.9pct)、地方国企 (+2.3%，YoY-5.3pct)、混合所有制 (+1.4%，YoY-3.5pct)、民企 (-1.1%，YoY+13.9pct)。2024年一季度，净利率由高至低分别为央企 (+4.5%，YoY-1.5pct)、地方国企 (+1.9%，YoY-4.2pct)、民企 (+0.8%，YoY+3.7pct)、混合所有制企业 (+0.2%，YoY-0.5pct)。

图表：典型房企净利率 (%)



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：不同类型房企净利率 (%)

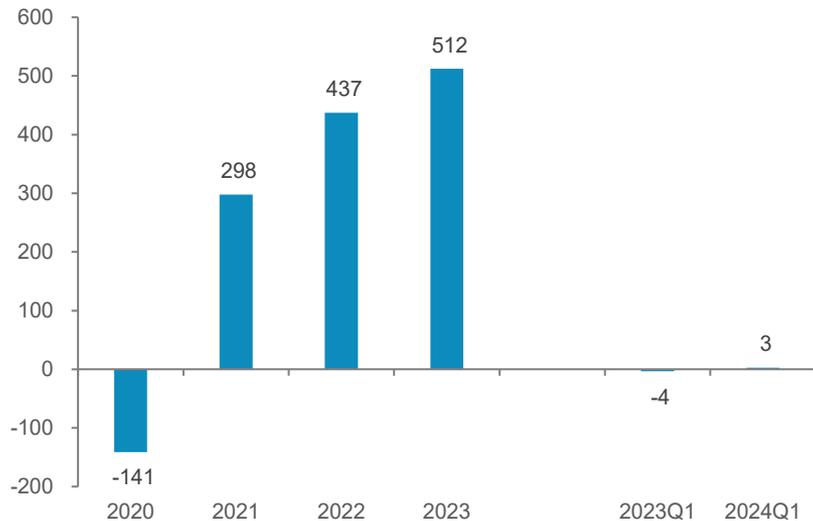


资料来源：Wind、华福证券研究所

3.1 企业经营回顾——盈利能力

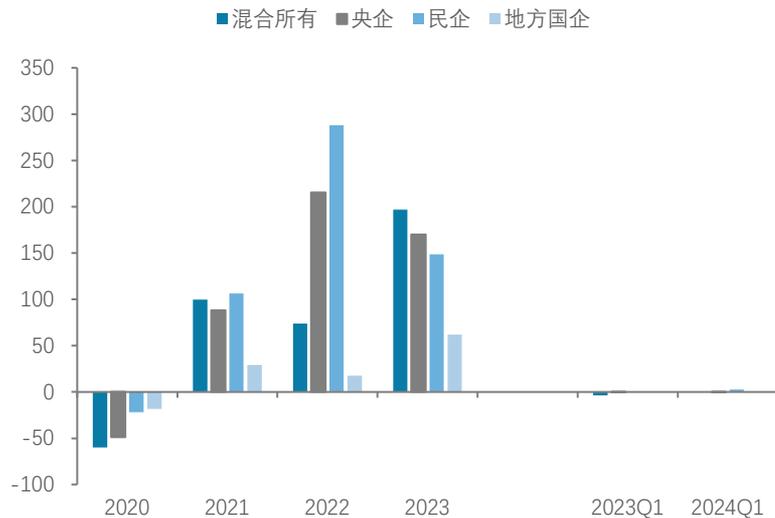
- **2023年资产减值规模增长，增速放缓。**2023年，整体法下典型房企合计计提资产减值损失512亿（YoY+17.1%），同比增速相较于2022年的46.9%，放缓29.7pct。
- **2023年混合所有制企业和地方国企资产减值规模提升。**2023年，混合所有制企业资产减值损失197亿（YoY+166%），地方国企资产减值损失62亿（YoY+255%），央企和民企资产减值损失均同比减少。

图表：典型房企资产减值损失规模（亿）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：不同类型房企资产减值损失规模（亿）

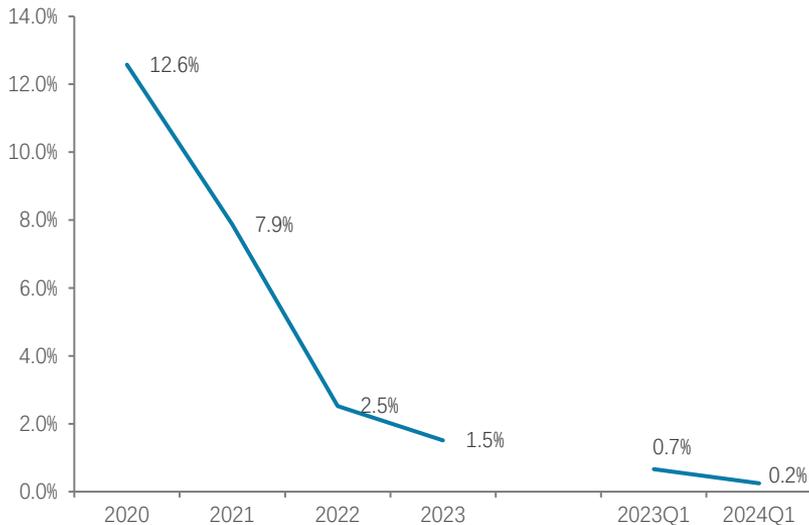


资料来源：Wind、华福证券研究所

3.1 企业经营回顾——盈利能力

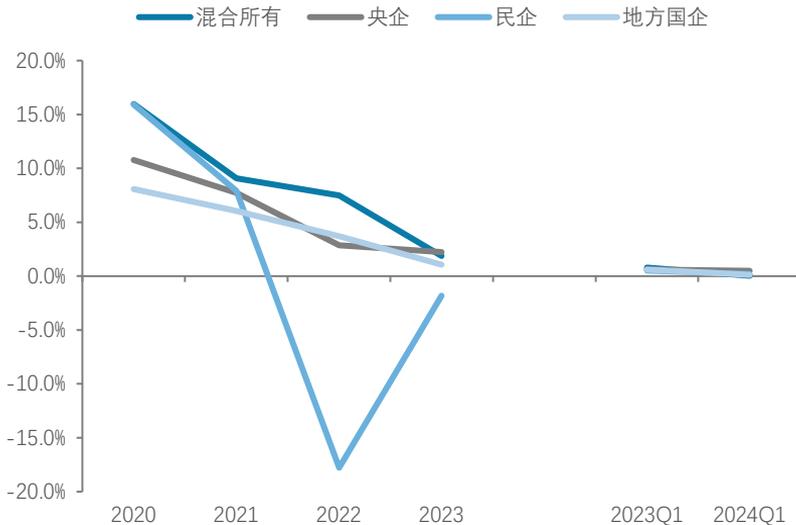
- **ROE持续下跌，跌幅放缓。**2023年，典型房企ROE为1.5% (YoY-1.0pct)，2024年一季度ROE为0.2% (YoY-0.5pct)。
- **典型民企ROE有较大恢复。**2023年，不同类型房企ROE由高至低分别为央企 (+2.2%，YoY-0.6pct)、混合所有制企业 (+1.9%，YoY-5.6pct)、地方国企 (+1.1%，YoY-2.7pct)、民企 (-1.8%，YoY+16.0%)。2024年一季度，不同类型房企ROE由高至低分别为央企 (+0.5%，YoY-0.1pct)、民企 (+0.2%，YoY-0.3pct)、地方国企 (+0.1%，YoY-0.5pct)、混合所有制企业 (0.0%，YoY-0.8pct)。

图表：典型房企ROE (%)



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：不同类型房企ROE (%)

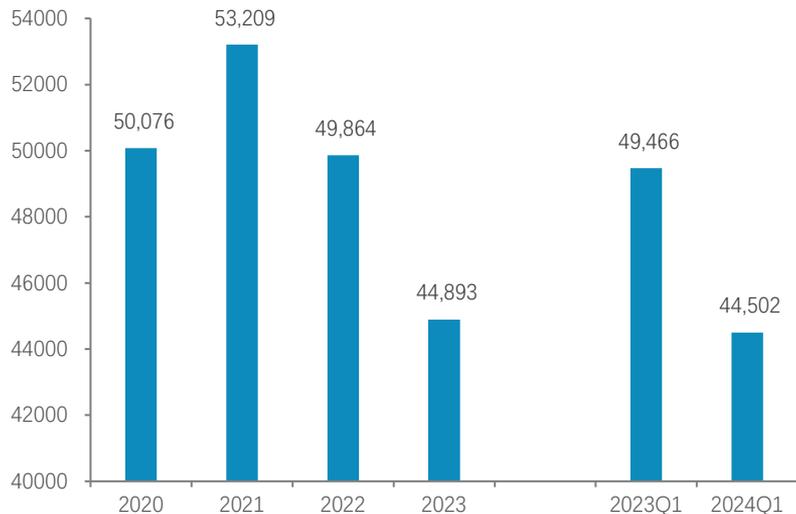


资料来源：Wind、华福证券研究所

3.2 企业经营回顾——拿地销售

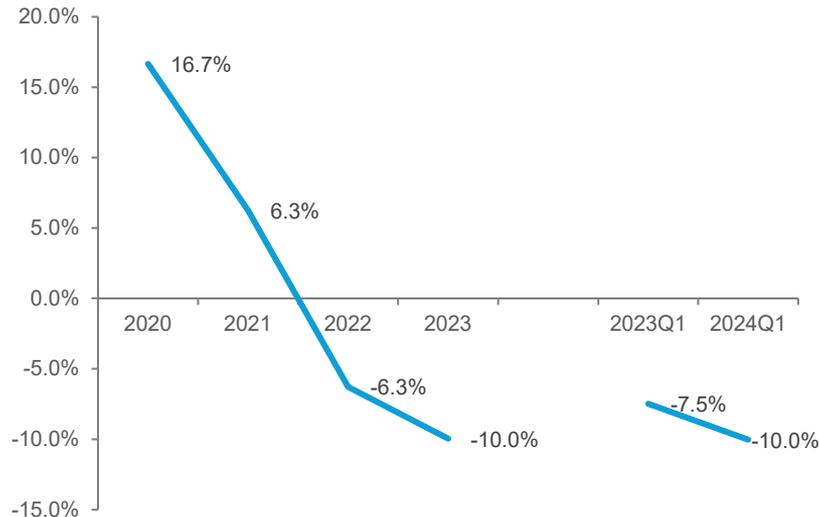
- 典型房企存货规模持续下降，降速放缓。2023年典型房企存货规模44893亿元（YoY-10.0%）；2024年一季度末，典型房企存货规模降至44502亿（YoY-10.0%），降幅扩大，降速放缓。

图表：典型房企存货规模（亿）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：典型房企存货增速（%）

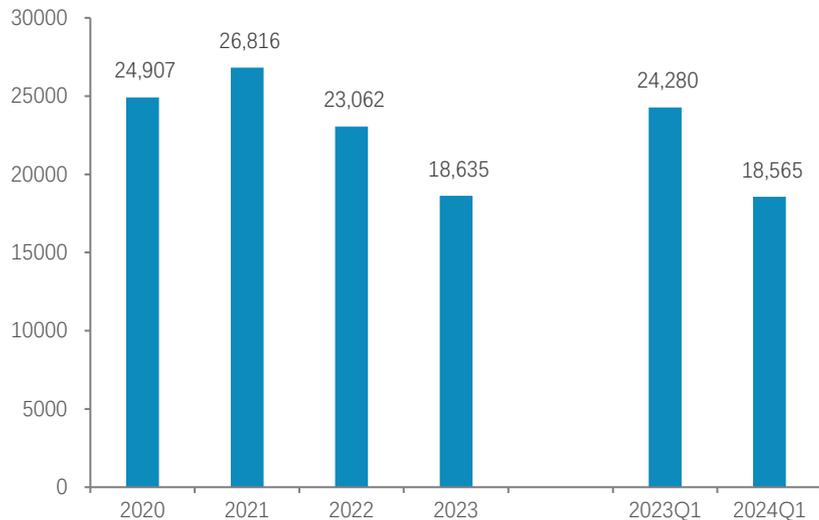


资料来源：Wind、华福证券研究所

3.2 企业经营回顾——拿地销售

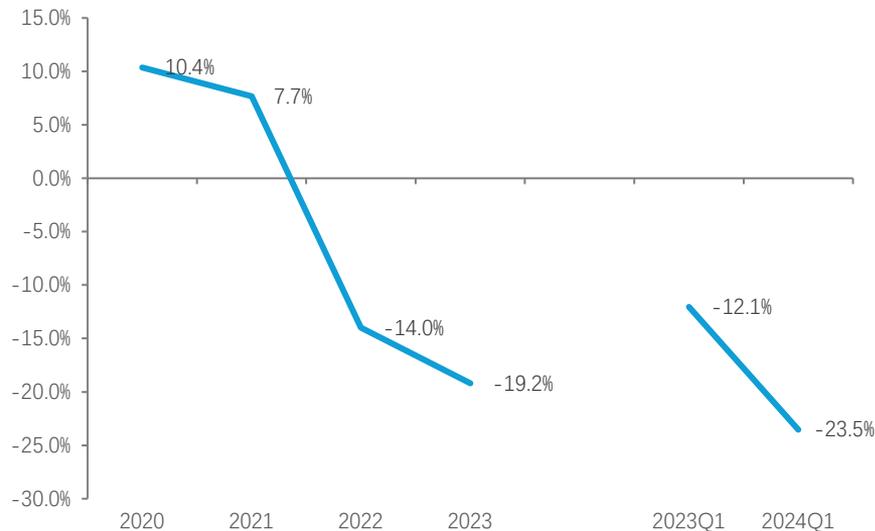
- **预收款规模下降。**我们以预收账款与合同负债之和来衡量房企预收款规模。2023年末典型房企预收款合计18635亿（YoY-19.2%）。2024年一季度末预收款合计18565亿（YoY-23.5%）。

图表：典型房企预收款规模（亿）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：典型房企预收款增速（%）

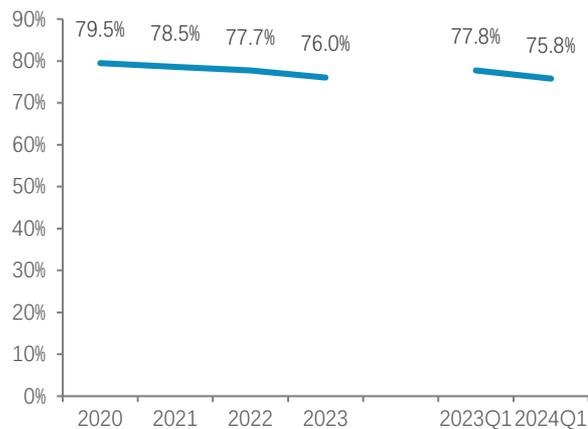


资料来源：Wind、华福证券研究所

3.3 企业经营回顾——财务杠杆

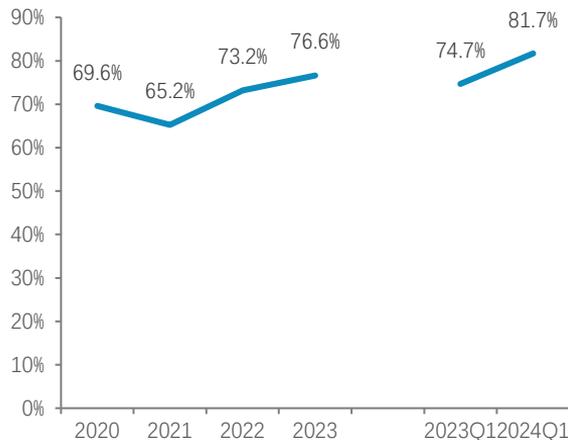
- 行业整体符合三道红线要求，仍处于持续降杠杆的过程中。2023年典型房企剔除预收款后资产负债率为76.0% (YoY-1.7ct)，净负债率为76.6% (YoY+3.4pct)，现金短债比1.1 (YoY-0.1)。2024年一季度，典型房企剔除预收款后资产负债率为75.8% (YoY-2.0pct)，净负债率为81.7% (YoY+7.0pct)，现金短债比1.0 (YoY-0.3)。
- 26家典型房企中，8家满足“三道红线”绿档要求。2020年8月，央行、银保监会等机构针对房地产企业提出“三道红线”，即剔除预收款项后资产负债率不超过70%、净负债率不超过100%、现金短债比大于1，满足3条要求为“绿档”，满足2条为“黄档”，满足1条为“橙档”，均不满足为“红档”。在本报告选取的26家典型房企中，参考2023年数据，绿、黄、橙、红档分别有8、6、6、6家。

图表：典型房企剔除预收款后资产负债率 (%)



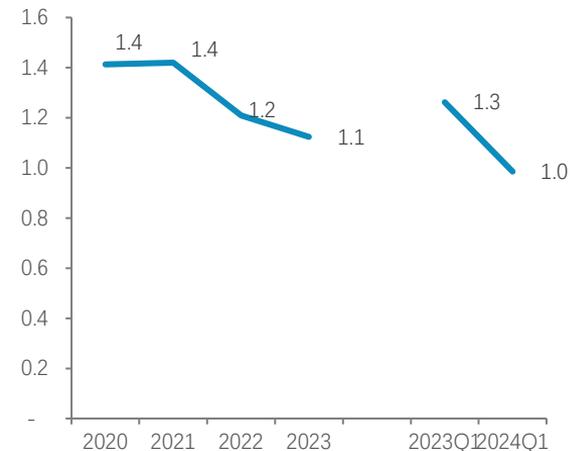
资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：典型房企净负债率 (%)



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：典型房企现金短债比

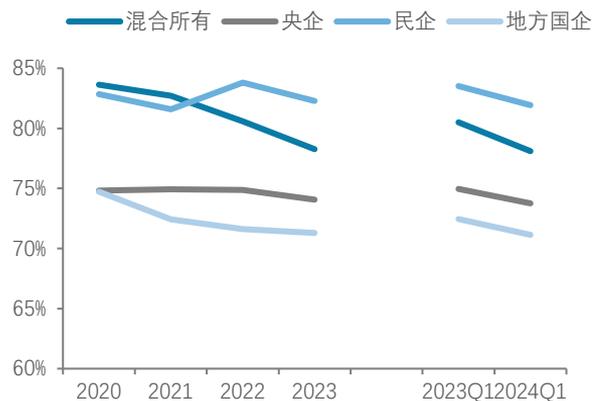


资料来源：Wind、华福证券研究所

3.3 企业经营回顾——财务杠杆

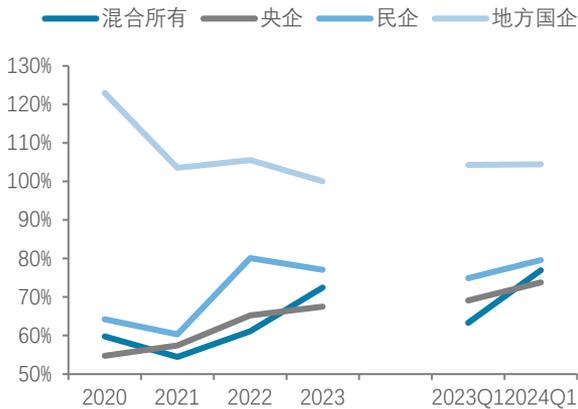
- **剔除预收款后资产负债率：地方国企最低，央企与混合所有制次之。** 2023年末，剔除预收款后的资产负债率方面，地方国企最低，其次为央企、混合所有制企业、民企，分别为71.3%/74.1%/78.3%/82.3%。2024年一季度末，剔除预收款后的资产负债率，从低至高为排序与2023年末一致，分别为71.1%/73.8%/78.1%/81.9%。
- **净负债率：央企最低，24一季度均有所提升。** 2023年末，净负债率方面，央企最低，其次为混合所有制企业、民企、地方国企，分别为67.5%/72.4%/77.0%/100%。2024年一季度末，净负债率方面，由低至高排序与2023年末一致，分别为73.8%/77.0%/79.6%/104.5%，均相对于2023年末有所上升。
- **现金短债比：央企与地方国企现金短债比大于等于1。** 2023年末，现金短债比由高到低分别为央企、地方国企、混合所有制企业、民企，分别为1.7/1.2/0.8/0.7，2024年一季度末，各类别企业现金短债比均有所下降，央企、地方国企仍大于等于1。

图表：不同类型房企剔除预收款后资产负债率 (%)



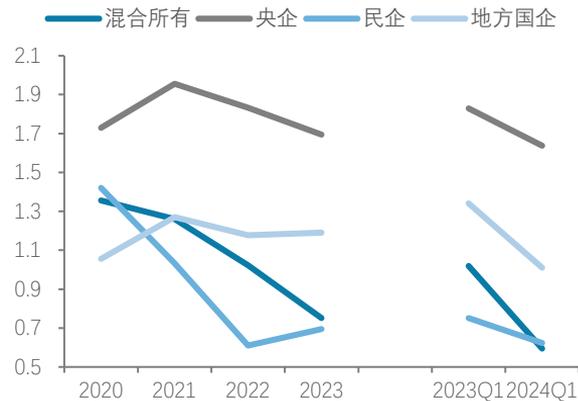
资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：不同类型房企净负债率 (%)



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：不同类型房企现金短债比



资料来源：Wind、华福证券研究所

- 1. 总量数据回顾
- 2. 调控政策回顾
- 3. 企业经营回顾
- 4. 下半年展望

库存情况：现房库存规模继续上升，期房库存则持续下降。到2024年6月，现房库存上升至3.8亿平方米，而期房库存降至16.3亿平方米。由于现房库存增加和期房销售速度下降，去化周期有所延长。2024年下半年后，伴随前期开工规模的下行，叠加停工及保交付对增速的扰动消退，住宅竣工增速预计持续下行，叠加当前现房销售持续复苏，现房去库存将出现显著的被动提速。

销售趋势：现房与期房销售增速分化。2021年后，现房销售持续好于期房，这反映了居民对期房交付的预期不明朗，以及房价预期变化对购买期房的影响。假设到2024年底，现房住宅销售面积增速、以及期房转入现房面积增速保持与2024年6月水平相同，住宅现房库存去化周期将降低至1.43年。在监管持续推进现房收储政策环境下，现房销售增速有望进一步复苏，推动库存周期进一步下行。

竣工规模：现房竣工速度超过销售复苏速度，导致库存继续累积。2024年前6个月，现房库存累积0.7亿平方米。预计下半年竣工增速将继续下降，而现房去库存将显著加快。

二手房市场：二手房市场持续复苏，尤其在房价调整到位的区域。相较于期房，新房的市场，二手房由于价格市场化和“所见即所得”的特点，成交量持续活跃。

土地市场：从前置半年的拿地增速与开工增速对应来看，土地市场拿地不足，带来的开工规模不足，仍将制约下半年开工规模复苏。由于需求不足，土地市场供地减少，地价较为刚性，需要等待房价企稳复苏来消化地价上涨。

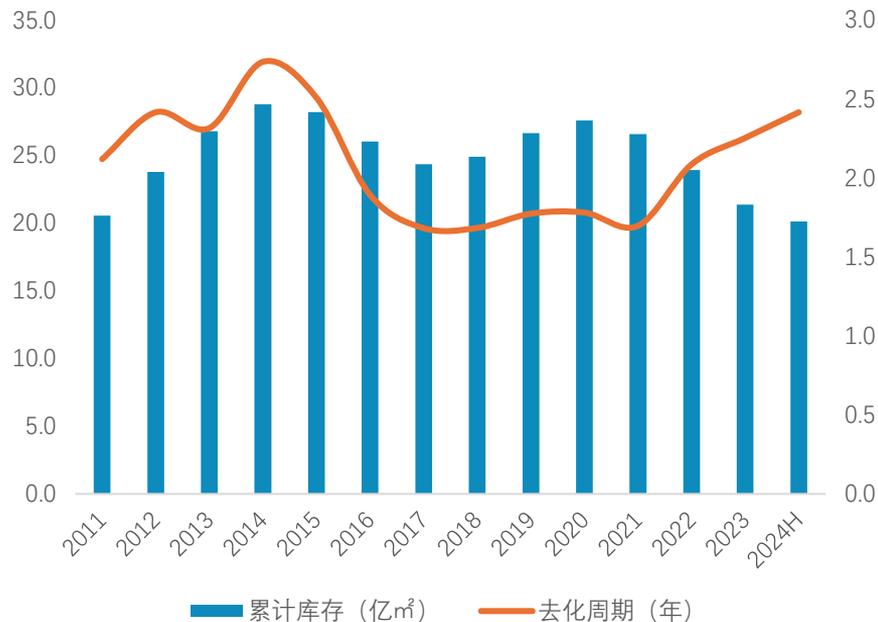
- 5. 投资建议及风险提示

4. 下半年市场展望

➤ 库存绝对量不高，但相对量持续提升

- 不同口径下的库存，都难以真实衡量已经达到预售状态但未销售的商品房库存。待售面积只包括现房库存，房管局待售面积无法代替总量，同时数据统计口径问题，计算库存周期时会产生偏差。
- 我们用累计开工住宅建筑面积，与累计住宅销售面积相减，用已开工未销售住宅规模衡量商品住宅库存水平，2024年6月，全国商品住宅库存面积20.1亿 m^2 ，同比下行10%，去化周期在2.4年左右。

图表：商品住宅库存面积及去化周期（亿 m^2 、年）



资料来源：Wind、华福证券研究所

	住宅累计库存 (亿 m^2)	同比增速	去化周期 (年)
2011	20.6	31.3%	2.1
2012	23.8	15.7%	2.4
2013	26.8	12.7%	2.3
2014	28.8	7.3%	2.7
2015	28.2	-2.0%	2.5
2016	26.0	-7.7%	1.9
2017	24.4	-6.4%	1.7
2018	24.9	2.2%	1.7
2019	26.6	7.0%	1.8
2020	27.6	3.5%	1.8
2021	26.6	-3.7%	1.7
2022	23.9	-10.0%	2.1
2023	21.4	-10.7%	2.3
2024H	20.1	-10.1%	2.4

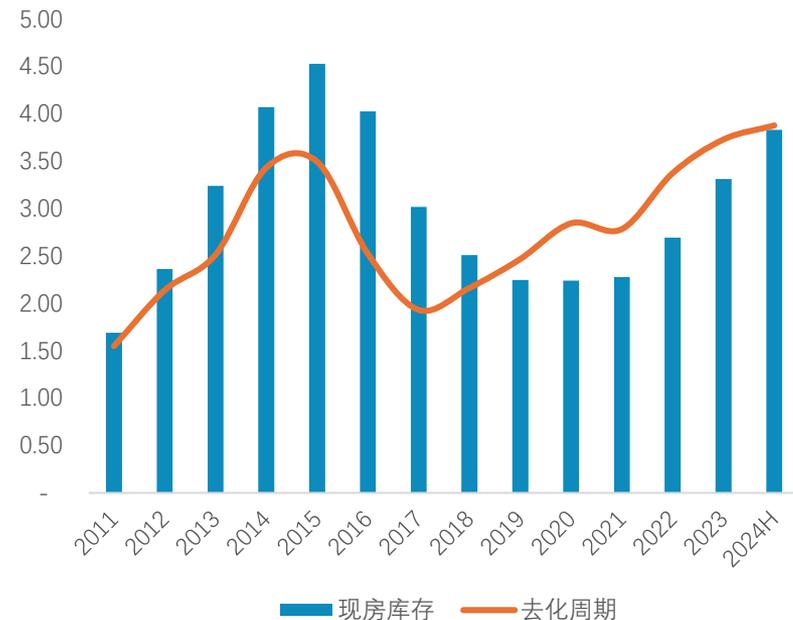
资料来源：Wind、华福证券研究所

4. 下半年市场展望

➤ 现房累库，期房去库

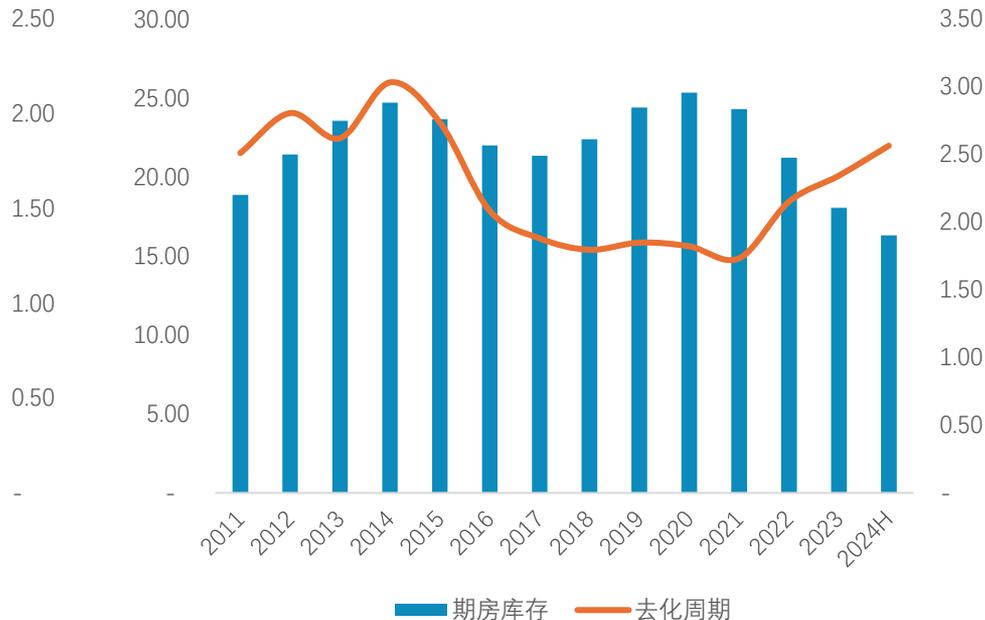
- 绝对库存规模而言，截止2024年6月，现房库存规模上升至3.8亿 m^2 ，期房库存则降至16.3亿 m^2 ，现房库存规模自2021年后持续上升而期房库存规模持续下降。
- 受现房库存规模上升及期房销售速度下降两方面影响，住宅现房及期房去化周期均同步上行，2024年6月末，以近12个月移动平均衡量的去化周期而言，住宅现房及期房去化周期分别为1.9年及2.6年，均处于相对高点。

图表：现房住宅库存及去化周期（亿 m^2 、年）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：期房住宅库存及去化周期（亿 m^2 、年）



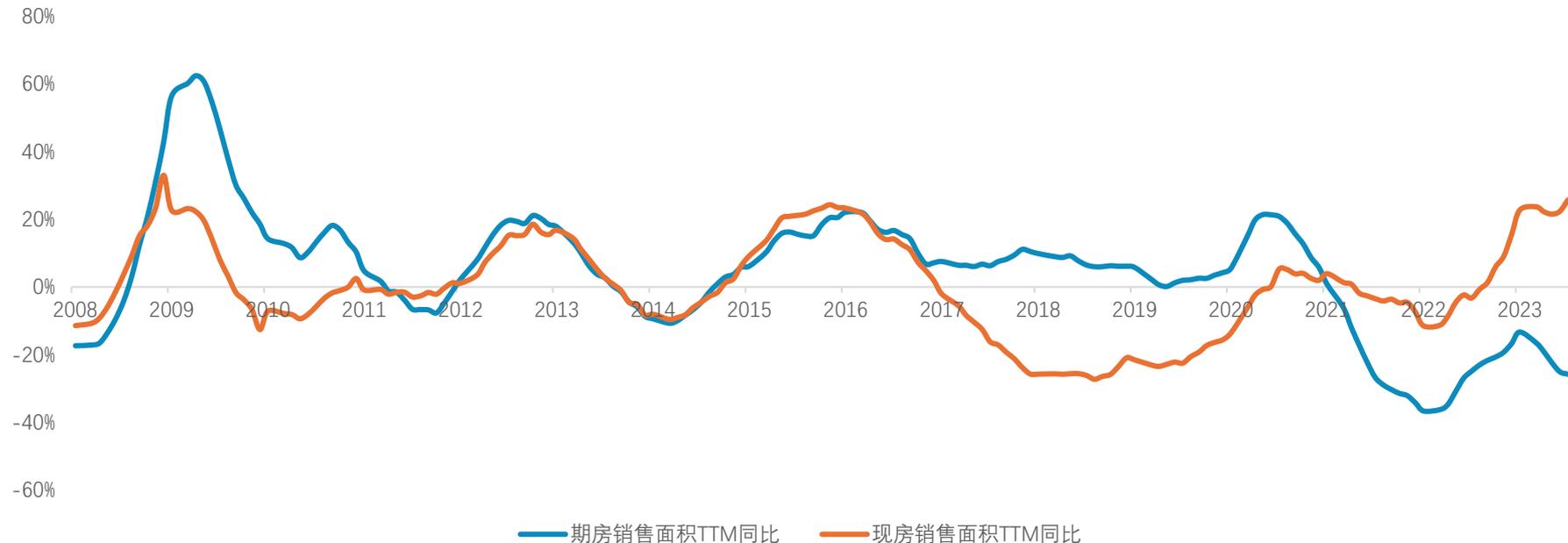
资料来源：Wind、华福证券研究所

4. 下半年市场展望

➤ 现房与期房销售增速持续分化

- 以2021年为分界，现房及期房销售出现显著分化，近12个月移动平均销售面积增速而言，2017年至2021年期房持续好于现房，2021年后，现房持续好于期房。
- 期、现房销售分化背后的本质一方面反映了居民对购买期房后，顺利交付的预期仍旧不明朗；另一方面，在房价上行预期中，购买期房锁定购房成本的购房行为，在房价预期悲观的环境下，也经历了彻底的改变。

图表：全国商品住宅现房及期房TTM销售面积增速（%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

4. 下半年市场展望

➤ 现房销售虽快，但竣工更快

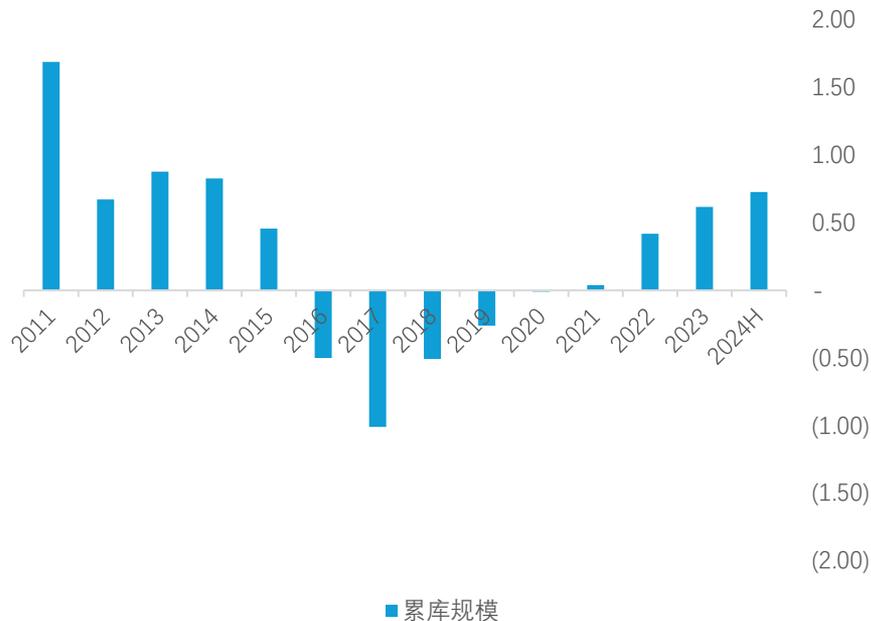
- 现房住宅销售面积与库存面积同步增长，背后的本质原因在于未销售的期房陆续施工，竣工后转化为现房的速度，超过了现房销售复苏的速度，导致库存层面的持续累库。
- 2024年前6月，按照期初、期末现房住宅库存及现房销售面积倒挤得到的当期期房竣工后，转入现房的面积为2.7亿 m^2 ，同比增长26.6%；以期房竣工与现房销售面积的差额衡量的累库规模，2024年前6月合计0.7亿 m^2 ，自2021年以来持续累库。

图表：累计期房转入现房规模及同比增速（亿 m^2 ，%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：现房库存净累库规模（亿 m^2 ）



资料来源：Wind、华福证券研究所

4. 下半年市场展望

➤ 竣工速度放缓，去库存进程将被动提速显著

- 住宅开工TTM增速基本领先住宅竣工TTM增速三年左右，在2023年，在部分民营房企流动性压力增加、新冠疫情对竣工节奏的影响逐渐消除与保交付政策施行的共同作用下，竣工TTM增速转而上行。
- 2024年下半年后，在前期开工规模下行、疫情后2023年竣工同比基数较高、及保交付对增速的扰动消退的共同影响下，住宅竣工增速预计持续下行，叠加当前现房销售持续复苏，现房去库存将出现显著的被动提速。

图表：全国商品住宅仅一年新开工面积及竣工面积同比增速（%、新开工TTM增速前置三年）



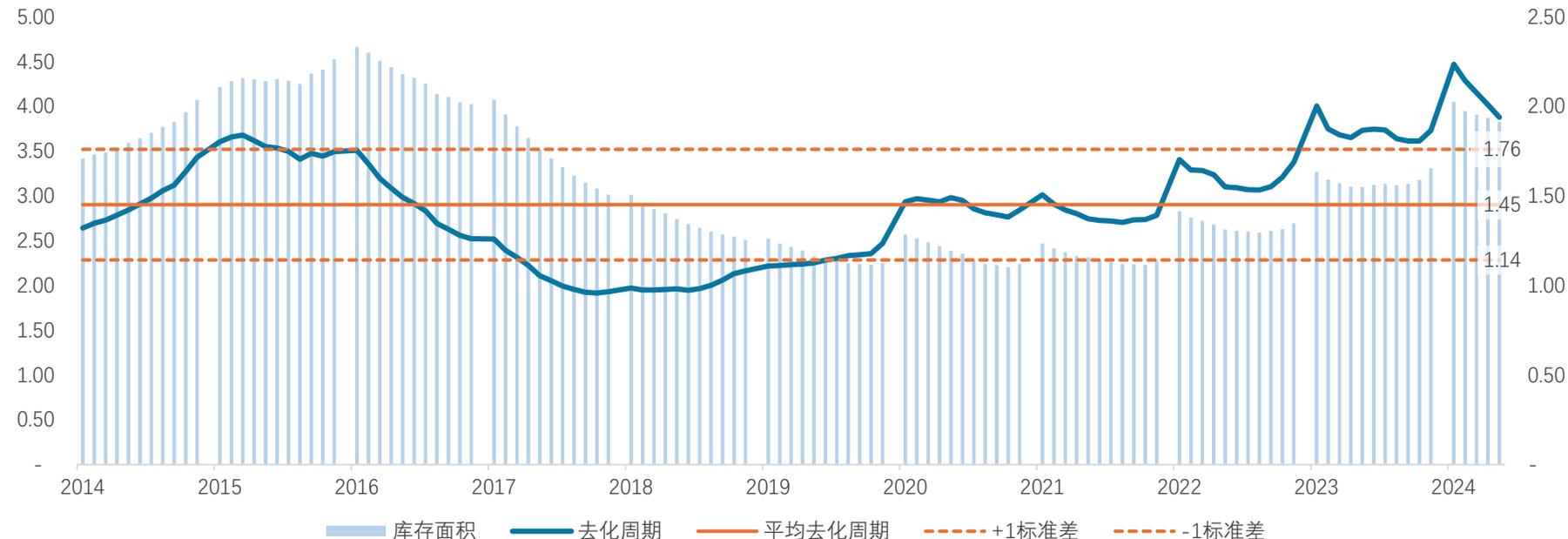
资料来源：Wind、华福证券研究所

4. 下半年市场展望

➤ 相较于绝对量，更重要的是去化周期

- 2014年至今，按照新建商品住宅中，现房的销售规模及库存口径计算，2024年6月现房住宅库存面积约3.8亿 m^2 ，近一年TTM销售面积约2.0亿 m^2 ，去化周期1.9年。
- 2014年至今，按照销售规模衡量的现房去化周期而言，十年去化周期中枢1.45年左右，2017年至2020年的地产上行周期中，库存较低，低于平均去化周期-1个标准差附近（1.14年），而2023年后，现房库存去化周期累积至相对较高水平以上。

图表：现房住宅库存面积及去化周期（亿 m^2 、年）



资料来源：Wind、华福证券研究所

4. 下半年市场展望

➤ 当前竣工及销售增速下，住宅现房去化周期有望回落

- 2024年6月，商品住宅现房销售面积累计同比增长23.3%，按照期初期末现房住宅待售面积以及当期销售规模，推算出的近12个月期房转入现房面积约2.7亿m²，同比增长26.6%。
- 假设到2024年底，现房住宅销售面积增速、以及期房转入现房面积增速保持与2024年6月水平相同，住宅现房库存去化周期将降低至1.43年。在监管持续推进现房收储政策环境下，现房销售增速有望进一步复苏，推动库存周期进一步下行。

图表：累计期房转入现房规模及同比增速（%）

	现房销售增速（%）											
	0%	3%	6%	9%	12%	15%	18%	21%	24%	27%	30%	
-35%	1.30	1.24	1.17	1.11	1.06	1.00	0.95	0.90	0.86	0.81	0.77	
-28%	1.38	1.31	1.25	1.19	1.13	1.07	1.02	0.97	0.92	0.88	0.83	
-21%	1.46	1.39	1.32	1.26	1.20	1.14	1.09	1.03	0.99	0.94	0.89	
-14%	1.54	1.47	1.40	1.33	1.27	1.21	1.15	1.10	1.05	1.00	0.95	
-7%	1.62	1.54	1.47	1.40	1.34	1.28	1.22	1.17	1.11	1.06	1.02	
0%	1.70	1.62	1.55	1.48	1.41	1.35	1.29	1.23	1.18	1.13	1.08	
7%	1.78	1.70	1.62	1.55	1.48	1.42	1.36	1.30	1.24	1.19	1.14	
14%	1.86	1.78	1.70	1.62	1.55	1.49	1.42	1.36	1.31	1.25	1.20	
21%	1.94	1.85	1.77	1.70	1.62	1.55	1.49	1.43	1.37	1.31	1.26	
28%	2.02	1.93	1.85	1.77	1.69	1.62	1.56	1.49	1.43	1.38	1.32	
35%	2.10	2.01	1.92	1.84	1.76	1.69	1.62	1.56	1.50	1.44	1.38	

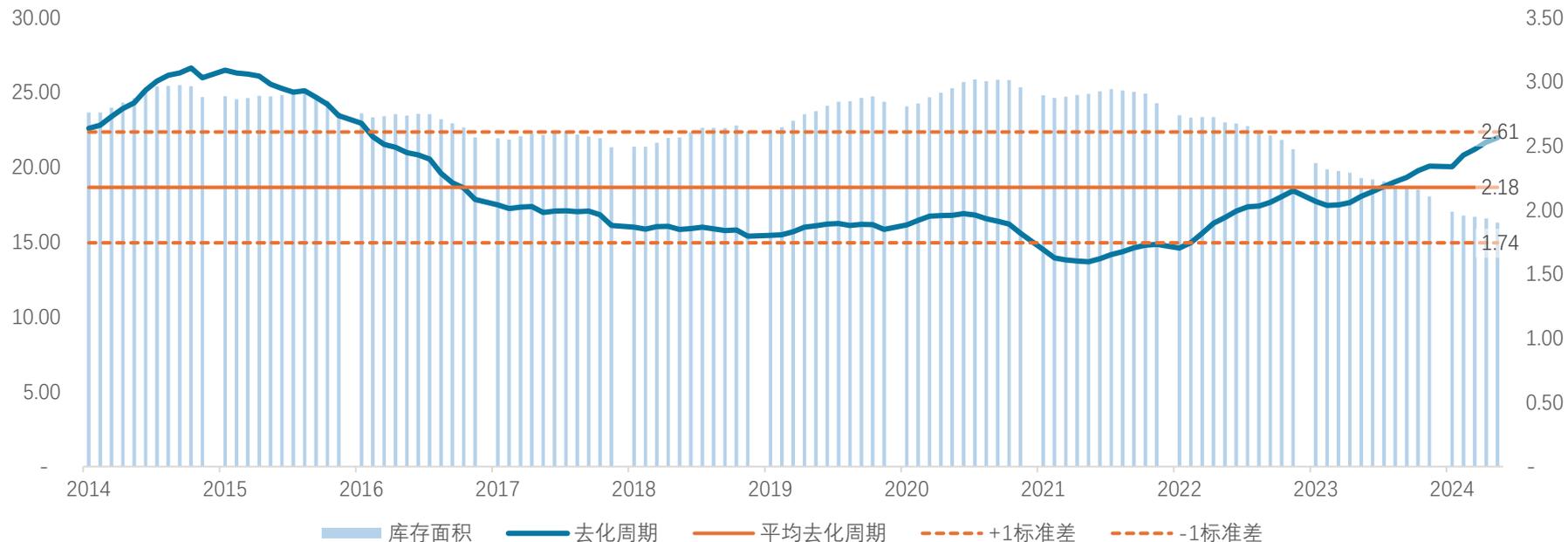
资料来源：Wind、华福证券研究所

4. 下半年市场展望

➤ 期房库存绝对规模下降，但去化周期提升

- 2014年至今，按照已经开工但未销售未竣工的期房库存口径计算，2024年6月期房住宅库存面积约16.3亿 m^2 ，近一年TTM销售面积约6.4亿 m^2 ，去化周期2.6年。
- 2014年至今，近十年住宅期房去化周期中枢2.2年左右，目前期房库存绝对规模降低至2014年的较低水平；但销售速度大幅放缓的背景下，以去化周期衡量的相对库存水平上升至2015年底、2016年初的较高水平。

图表：期房住宅库存面积及去化周期（亿 m^2 、年）



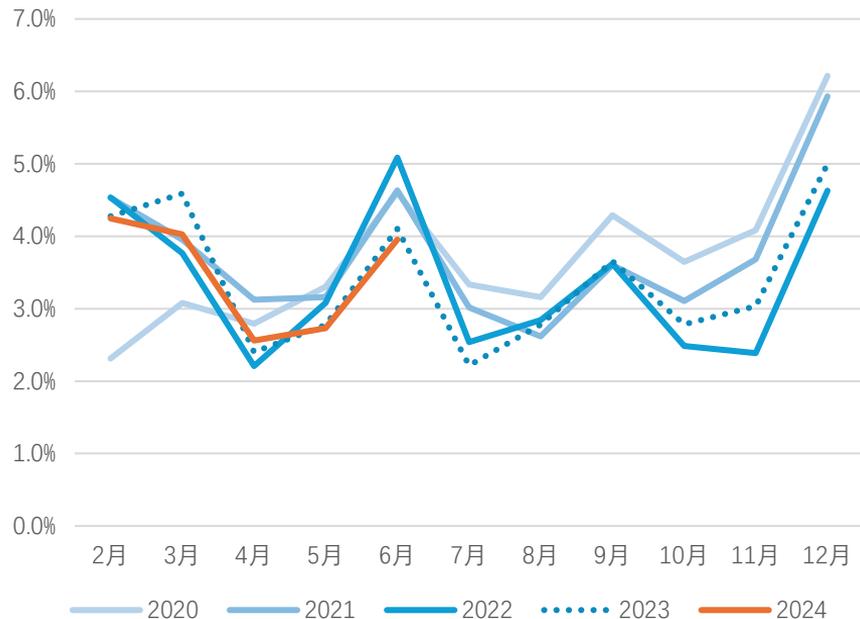
资料来源：Wind、华福证券研究所

4. 下半年市场展望

➤ 现房去化率触底、期房去化率持续下滑

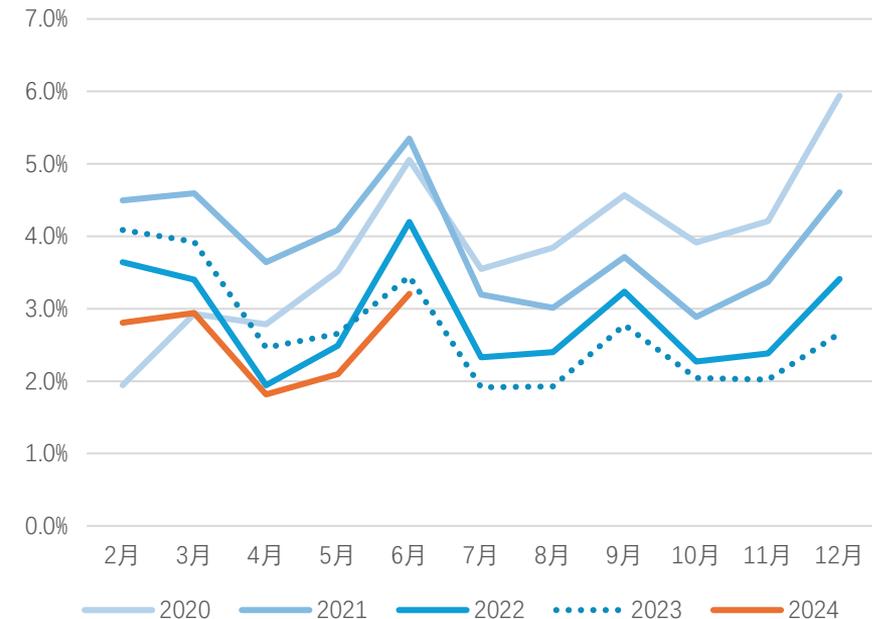
- 从去化率的角度而言，现房及期房销售去化率出现分化，现房去化率复苏情况显著好于期房。
- 2024年上半年，现房去化率水平基本恢复至2023年上半年同期；期房去化率仍旧持续下降，但与2023年上半年同期去化率之间的差距逐渐缩小，当前去化率持续边际改善体现出需求底部企稳迹象。

图表：商品房现房销售去化率（%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：商品房期房销售去化率（%）



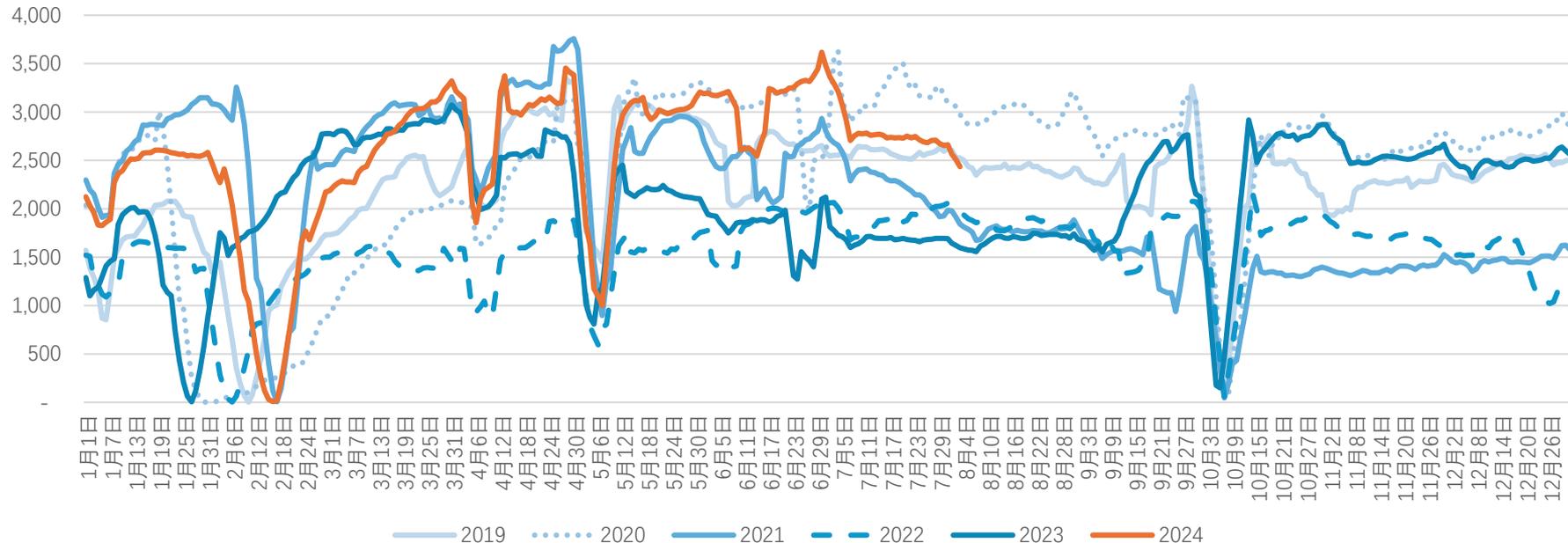
资料来源：Wind、华福证券研究所

4. 下半年市场展望

➤ 二手房市场持续复苏

- 年初至今以来，二手房成交规模维持活跃，房价调整到位的区域成交持续改善，Wind披露重点23城二手房成交数据恢复至2019年至今的较高水平，7月后即成交套数小幅回落，但仍旧高于2023年同期。
- 相较于期房新房，二手房市场一方面价格相对市场化，对应需求端的波动，房价调整更为充分；此外，所见即所得的背景下，二手房不存在期房的交付日期及质量的不确定性，价格的充分调整带来了进一步的销量复苏。

图表：重点一二线城市二手房成交套数（近7日平均、套）



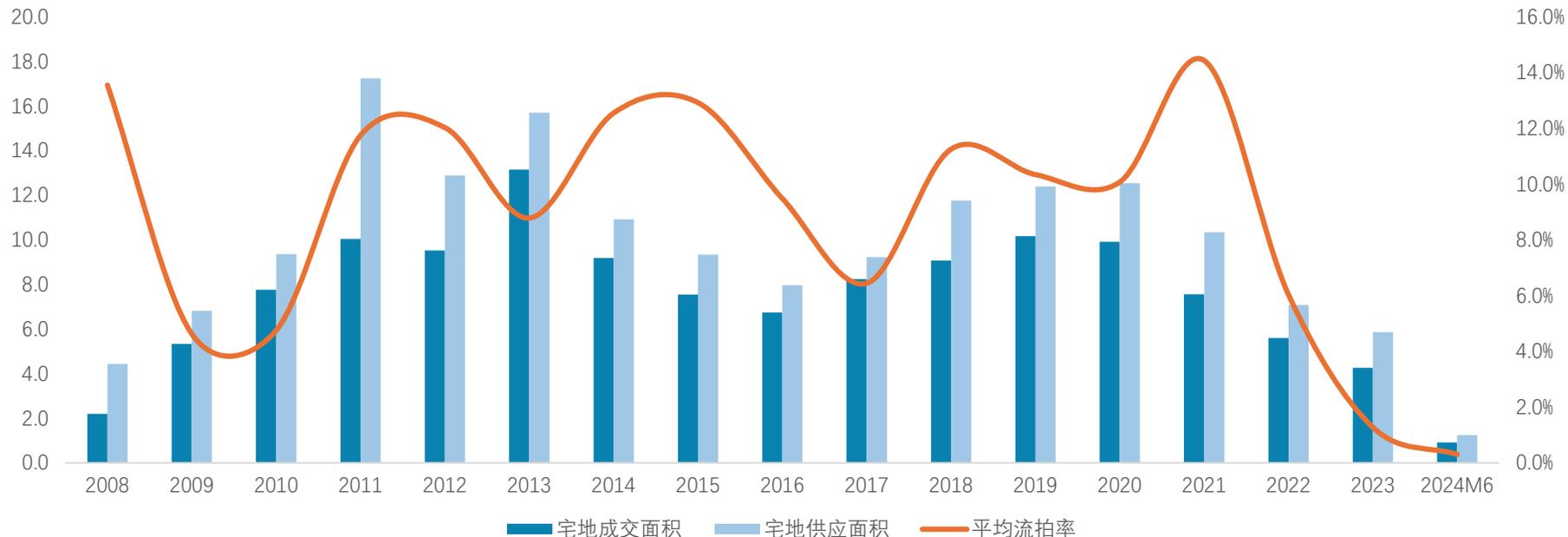
资料来源：Wind、华福证券研究所

4. 下半年市场展望

➤ 土地市场需求不足更多是通过缩减供地来应对

- 二手房与现房销售复苏的背景下，期房复苏相对偏慢，对应房企拿地需求下降明显。而应对土地需求下行的方式，地方政府更多采取了缩减土地供给而非下调土地起拍价的方式。
- 2024年上半年，百城住宅类用地供应建筑面积1.2亿 m^2 ，成交住宅类用地0.9亿 m^2 ，将土地从挂牌供应到拍卖成交存在正常时间滞后考虑在内，前六月平均流拍率仅0.3%，进一步创历史新低。

图表：百城住宅类用地供应、成交建筑面积及流拍率（亿 m^2 、%）



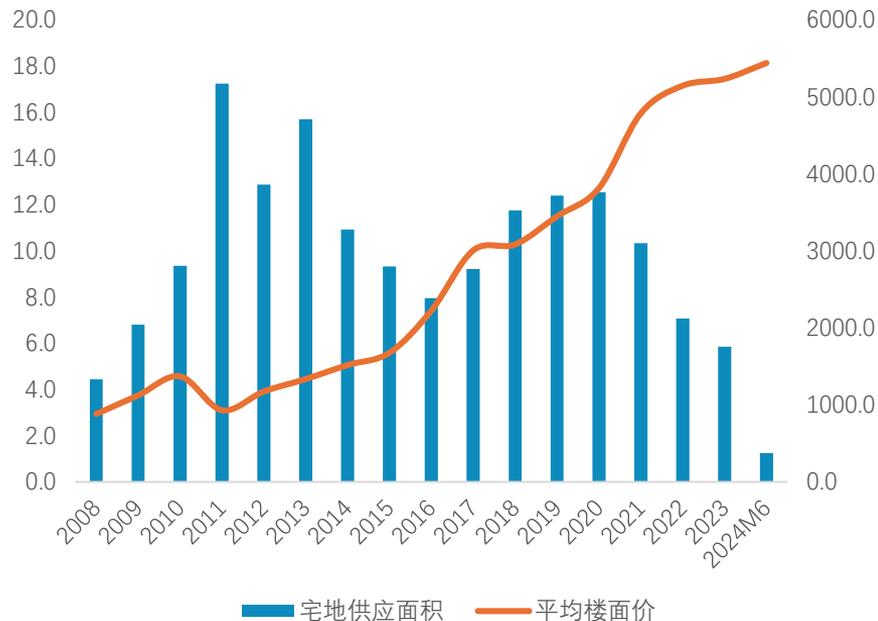
资料来源：Wind、华福证券研究所

4. 下半年市场展望

➤ 拿地平均楼面价持续上涨

- 地价相对刚性，消化地价上涨需要通过新开工缩量，等待房价企稳复苏来完成。
- 2024年上半年，在拿地持续缩量的环境下，百城住宅类用地平均供应楼面价为5441元/㎡，进一步创历史新高；结构层面，一二三线城市住宅类用地供应结构占比相对稳定，土地的起拍价并非由于城市占比变化导致的结构性提升，而是整体土地市场都通过缩量的方式，保持了整体的土地起拍价稳步上涨。

图表：百城住宅类用地供应建筑面积及平均起拍价（亿㎡、元/㎡）



资料来源：Wind、华福证券研究所

图表：一二三线城市住宅类用地供应建筑面积占比 (%)



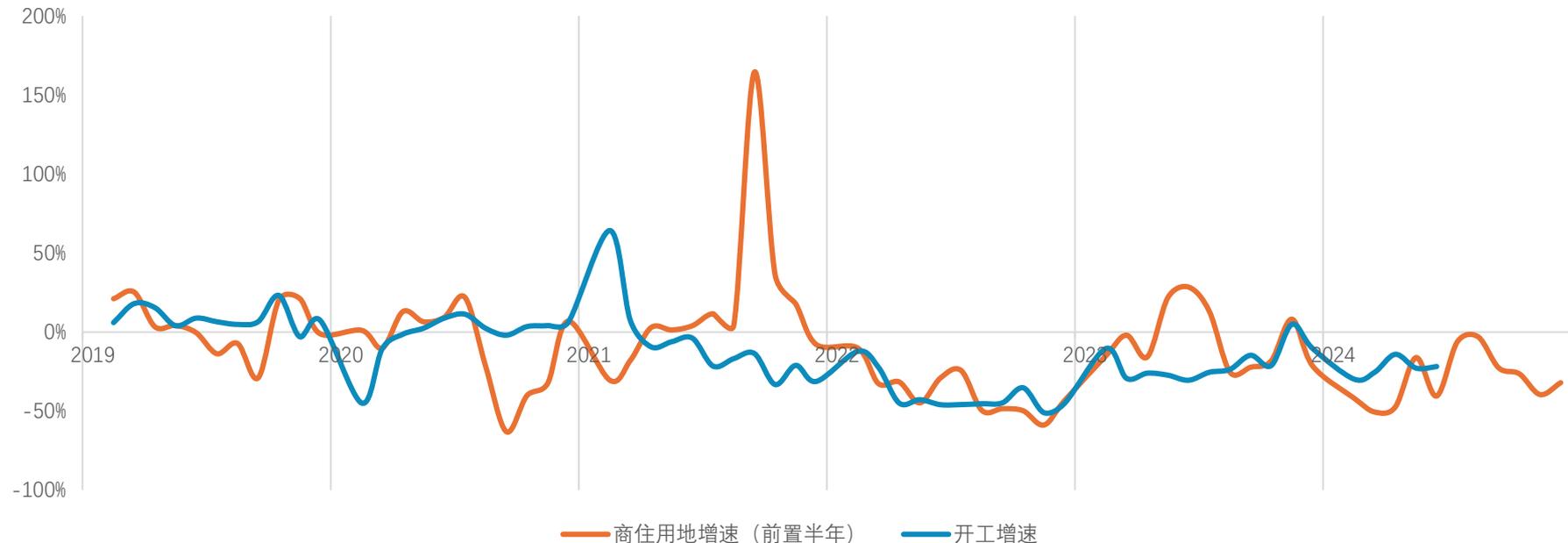
资料来源：Wind、华福证券研究所

4. 下半年市场展望

➤ 需求结构性复苏带来的开工压力仍存

- 在当前现房及二手房出现结构性复苏的环境下，期房库存的消化仍旧存在一定压力，在居民对期房交付信任并未充分修复前，期房整体复苏强度较弱。在拿地不足、期房去化缓慢下，开工复苏乏力。
- 从前置半年的拿地增速与开工增速对应来看，土地市场拿地不足，带来的开工规模不足，仍将制约下半年开工规模复苏。

图表：2024年下半年开工面积增速预测（%）



资料来源：Wind、华福证券研究所

目 录

- 1. 总量数据回顾
- 2. 调控政策回顾
- 3. 企业经营回顾
- 4. 下半年展望
- 5. 投资建议及风险提示

➤ 核心观点：

- 行业层面，新政后，政策对于需求的拉动，持续体现在市场中最具备性价比的新房、二手房的成交数据改善。我们认为，价格调整更为市场化的二手房销售将持续改善。新房层面，核心区域新房更多取决于优质项目的供给，而郊区新房销售复苏则一方面取决于房企促销力度，另一方面取决于二手房去库程度。
- 我们认为，行业将从一二手房倒挂时代，逐渐向商品房市场化时代回归，具备产品营造能力的房企，将更大程度赚取从土地到房屋的资本增值收益，在流速和利润的平衡中，行业整体将逐渐从流速优先回归至利润优先，精品型房企将持续脱颖而出。

➤ 投资建议：

- 建议关注三个方向：

- ①上半年拿地较高、下半年销售预期改善房企：【招商蛇口】、【中海外发展】、【保利发展】、【华润置地】、【绿城中国】、【越秀地产】
- ②再贷款推进，流动性压力缓解房企：【万科A】、【金地集团】、【新城控股】
- ③海外流动性改善，物管企业DCF估值提升：【绿城服务】

➤ 融资环境收紧超预期

- 房地产行业属于资本密集型行业，融资环境超预期收紧将对房地产的增速及盈利能力产生负面冲击。融资总量的下降将导致开发商放慢拿地、推盘、销售、施工及竣工的经营速度，导致总体的增速下行。

➤ 房地产销售政策变化

- 房地产销售政策中，包括预售资金监管、预售要求等，对于开发商现金流周转效率影响显著。

➤ 地产调控政策变化

- 报告主要假设建立在调控政策稳定的前提下，由于需求端变动受到房地产调控政策影响显著，政策变化将影响去化率假设，导致企业规模增长的确定性下降。

➤ 引用数据滞后或不及时

- 报告引用的公开数据可能存在信息滞后或更新不及时，存在引用数据滞后导致对预测结果及分析结论的准确性产生影响。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在20%以上
	持有	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于10%与20%之间
	中性	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来6个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来6个月内，行业整体回报高于市场基准指数5%以上
	跟随大市	未来6个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与5%之间
	弱于大市	未来6个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

诚信专业 发现价值

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路1436号陆家嘴滨江中心MT座20楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

