强大于市

房地产行业第 38 周周报（9 月 14 日-9 月 20 日）

央行拟于近期降准并引导 LPR 及存量房贷利率下降；北京拟适时取消普宅与非普分类标准

新房成交面积环比降幅收窄，同比降幅扩大。二手房成交面积环比由正转负，同比降幅扩大。新房库存面积同环比均下降;去化周期同环比均上升。

核心观点

- **新房成交面积环比降幅收窄，主要是因为随着进入传统销售旺季，房企推盘强度有所增加；但同比降幅扩大，一方面受中秋节假日影响，另一方面，成交状态仍然低迷，与市场观望情绪再起以及对后续出台宽松政策的预期有关。**40 个城市新房成交面积为 154.3 万平，环比下降 1.9%，同比下降 53.1%，同比降幅较上周扩大 22.3 百分点。一、二、三四线城市新房成交面积环比增速分别为-23.3%、5.8%、8.1%，同比增速分别为 58.4%、-52.4%、-46.8%，其中一线城市同比由正转负，同比增速较上周下降了 60.4 个百分点；二线城市同比降幅较上周扩大了 3.4 个百分点；三四线城市同比增速持续为负，同比增速较上周下降了 30.7 个百分点。
- **二手房成交面积环比由正转负，同比降幅扩大，受中秋节假日影响以及市场情绪仍然低迷双重影响。**18 个城市成交面积为 111.0 万平方米，环比下降 22.2%，同比下降 41.1%，同比降幅较上周扩大了 31.2 个百分点。一、二、三四线城市环比增速分别为-26.4%、-21.4%、-19.2%，同比增速分别为-30.3%、-52.0%、-36.6%。一线城市同比增速持续为负，同比增速较上周下降了 29.8 个百分点，二线城市同比降幅较上周扩大了 33.0 个百分点，三四线城市同比降幅较上周扩大了 29.6 个百分点。
- **新房库存面积同环比均下降;去化周期同环比均上升。**12 个城市新房库存面积为 6707 万平，环比增速为-30.5%，同比增速为-4.2%；去化周期为 20.1 个月，环比上升 2.0 个月，同比上升 1.5 个月。一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为 19.1、19.2、74.9 个月，环比分别上升 1.7、2.3、3.4 个月，同比分别上升 1.0、1.2、25.7 个月。
- **土地市场环比量价齐升，溢价率同环比均下降。**成交土地规划建面为 1643.4 万平，环比上升 23.8%，同比上升 5.7%；成交土地总价为 502.2 亿元，环比上升 216.6%，同比上升 66.1%；成交土地楼面均价为 3056.0 元/平，环比上升 155.7%，同比上升 57.1%；土地溢价率为 0.4%，环比下降 2.5%，同比下降 1.6%。
- **房企国内债券发行规模同环比均下降。**房地产行业国内债券总发行量为 27.0 亿元，环比下降 71.2%，同比上升 73.6%（前值：47.8%）。总偿还量为 93.2 亿元，环比上升 4.6%，同比上升 27.1%（前值：-5.3%）；净融资额为-66.2 亿元。
- **板块收益有所上升。**房地产行业绝对收益为 6.9%，较上周上升 7.4pct，房地产行业相对收益为 5.5%，较上周上升 3.8pct。房地产板块 PE 为 18.04X，较上周上升 1.04X。

政策

- **美国开始进入新一轮的降息周期。**9 月 19 日美联储宣布降息 50BP，将美国联邦基金利率目标区间从 5.25%-5.5%降至 4.75%-5%。这是美国自 2020 年 3 月以来的首次降息，也意味着美国自 2022 年 3 月开启的紧缩周期开始转向宽松。 **9 月 20 日国内 LPR 未调整，**1 年期、5 年期以上 LPR 仍为 3.35%、3.85%，仍有下调空间。
- **9 月 24 日国新办举行的“介绍金融支持经济高质量发展有关情况”发布会上，释放了一系列利好政策。货币政策方面，一方面，近期将降准 0.5pct，提供长期流动性约 1 万亿元；另一方面，降低中央银行政策利率，7 天逆回购操作利率从 1.7%降为 1.5%，央行预计将带动后续 LPR 下行 0.2-0.25pct。房地产政策方面，1）引导存量房贷利率降至新发房贷利率附近，央行预计平均降幅约 0.5pct，**预计惠及 1.5 亿人，预计每年将降低利息总额 1500 亿元/年。**我们认为，下调存量房贷利率的根本原因在于当前提前还贷的现象较多、规模较大，且较为持续。**截至 2024 年二季度末我国个人购房贷款余额 37.8 万亿元，较一季度末下降 4000 亿元，单季下降规模达到历史最大水平。参考去年 8 月 31 日存量房贷利率下调情况，政策出台后的 9-12 月房贷月均提前还款金额较政策出台前（2023 年 8 月：提前还款额 4325 亿元）下降 10.5%。存量房贷利率下调可以有效缓解提前还贷的现象。**2）将全国层面的二套房最低首付比例由 25%下调到 15%。**3）将原本 2024 年底前到期的经营性物业贷款和金融 16 条延期至 2026 年底到期。4）3000 亿元保障性住房再贷款，央行资金支持比例将由 60%提升至 100%，增强对银行、收购主体的市场化激励。5）支持收购房企存量的土地。研究允许政策性银行、商业银行贷款支持有条件的企业市场化收购房企土地，盘活存量用地，缓解房企资金压力。必要时，央行可提供政策支持。**整体而言，此次国新办会议央行宣布的相关政策，前期市场已有预期，我们预计实际 LPR 下调落地后，可能会带动一波成交的修复，但整体由于经济基本面和当前居民收入预期仍然较弱，市场信心仍然不足，持续性有待观察。**
- **地方层面，北京拟适时取消普宅与非普分类标准。**9 月 20 日，北京贯彻《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》的实施意见发布，其中提到适时取消普通住宅和非普通住宅标准。目前普通住宅和非普通住宅房贷和税收政策有所不同，若该举措得到落实，将有效降低部分购房者的购房成本，一定程度上利于需求的释放。此外，**南京发布限时购房补助。**为抓住传统营销旺季，南京宣布发放限时购房补助，提供额外 1%的购房合同金额补助。此次补助对象为在南京金秋房展会上购买新房的消费者，需在 2024 年 12 月 31 日前完成新建商品住房买卖合同网签备案。

投资建议

- **从高频数据看，当前楼市成交仍在筑底，“金九银十”关键节点到来，此次政策的适时出台对于稳定市场情绪起到了一定积极的作用，但是对于实际成交的提振效果仍需要观察。后续建议关注：1）LPR 调整的时间；2）10 月中旬发布的 9 月地产数据情况；3）是否还有其他增量刺激政策出台。整体而言，从 9 月到年底是政策发力收窄房地产销售降幅的关键时期，若后续有增量政策出台，叠加基本面季节性修复，将可能带动地产板块估值修复。**
- 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仍然较好的房企：**招商蛇口、华润置地、保利发展、绿城中国、滨江集团、越秀地产、建发国际集团。**2）政策宽松后预期能够有显著改善的底部弹性标的：**金地集团、龙湖集团。**3）二手房成交量提升带动的房地产经纪公司：**我爱我家、贝壳。

风险提示

- 房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

相关研究报告

《房地产 2024 年 7 月统计局数据点评:传统淡季+政策效果减弱，销售降幅扩大；开工与投资仍然低迷》（2024/08/16）

《70 城新房二手房房价环比跌幅收窄，但环比下跌城市数量增加——房地产行业 2024 年 7 月 70 个大中城市房价数据点评》（2024/08/16）

《住房“以旧换新”——一个被低估的方向》（2024/08/08）

《房地产行业 2024 年中期策略——下半年地产空间在哪?》（2024/07/30）

《这轮地产政策能刺激多少需求？》（2024/05/21）

《为什么是 3000 亿？》（2024/05/21）

《这次地产不一样？》（2024/05/13）

《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）

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

房地产行业

证券分析师：夏亦丰
(8621)20328348
yifeng.xia@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521070005

证券分析师：许佳璐
(8621)20328710
jialu.xu @bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521110002

目录

1 重点城市新房市场、二手房市场及库存跟踪 6
1.1 重点城市新房成交情况跟踪 6
1.2 重点城市新房库存情况跟踪 7
1.3 重点城市二手房成交情况跟踪 8
2 百城土地市场跟踪 10
2.1 百城成交土地（全类型）市场情况跟踪 10
2.2 百城成交土地（住宅类）市场情况跟踪 11
3 本周行业政策梳理 14
4 本周板块表现回顾 15
5 本周重点公司公告 17
6 本周房企债券发行情况 18
7 投资建议 20
8 风险提示 21
9 附录 22

图表目录

图表 1. 40 个城市新房成交套数为 1.4 万套，环比下降 6.4%，同比下降 51.6%.....6
图表 2. 新房成交面积为 154.3 万平方米，环比下降 1.9%，同比下降 53.1%.....6
图表 3. 一、二、三四线城市新房成交套数环比增速分别.....6
为-26.8%、5.9%、1.6%.....6
图表 4. 一、二、三四线城市新房成交面积环比增速分别为-23.3%、5.8%、8.1%6
图表 5. 一、二、三四线城市新房成交套数同比增速分别为-56.2%、-52.7%、-39.4%
.....6
图表 6. 一、二、三四线城市新房成交面积同比增速分别为-58.4%、-52.4%、-46.8%
.....6
图表 7. 12 个城市新房库存套数为 153.9 万套，环比增速为 0.5%，同比增速为-5.5%
.....7
图表 8. 一、二、三四线城市新房库存套数环比增速分别为 1.0%、0.1%、-0.5% 7
图表 9.一、二、三四线城市新房库存套数同比增速分别为-4.4%、-13.1%、23.5%7
图表 10. 一、二、三四线城市新房库存套数去化周期分别为 22.9、20.0、90.0 个月
.....7
图表 11. 一、二、三四线城市新房库存套数去化周期环比增速分别为 4.1%、0.0%、
3.1% 7
图表 12. 一、二、三四线城市新房库存套数去化周期同比增速分别为 16.4%、3.5%、
61.5% 7
图表 13. 12 个城市新房库存面积为 6707 万平方米，环比增速为-30.5%，同比增速
为-4.2%.....8
图表 14. 一、二、三四线城市环比增速分别为 0.6%、-55.2%、-21.5% 8
图表 15. 一、二、三四线城市新房库存面积同比增速分别为-3.1%、-9.6%、22.0%
.....8
图表 16.一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为 19.1、19.2、74.9 个月8
图表 17. 一、二、三四线城市新房库存面积去化周期环比增速分别为 9.7%、13.3%、
4.7% 8
图表 18. 一、二、三四线城市新房库存面积去化周期同比增速分别为 5.6%、6.8%、
52.2% 8
图表 19. 18 个城市二手房成交套数为 1.3 万套，环比下降 21.5%，同比下降 28.3%
.....9
图表 20. 18 个城市二手房成交面积为 111.0 万平方米，环比下降 22.2%，同比下降
41.1% 9
图表 21. 一、二、三四线城市二手房成交套数环比增速分别为-24.6%、-20.0%、-21.8%
.....9
图表 22. 一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别-26.4%、-21.4%、-19.2%
.....9
图表 23. 一、二、三四线城市二手房成交套数同比增速分别为-32.0%、-21.7%、-36.9%
.....9
图表 24. 一、二、三四线城市二手房成交面积同比增速分别为-30.3%、-52.0%、-36.6%

.....9
图表 25. 百城成交土地规划建筑面积为 1643.4 万平方米，环比上升 23.8%，同比上升 5.7%.....10
图表 26. 百城成交土地总价为 502.2 亿元，环比上升 216.6%，同比上升 66.1%.10
图表 27. 百城成交土地楼面均价为 3056.0 元/平，环比上升 155.7%，同比上升 57.1%.....10
图表 28. 百城成交土地溢价率为 0.4%，环比下跌 2.5%，同比下跌 1.6%.....10
图表 29. 一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为 312.2%、45.0%、-0.3%.....11
图表 30. 一、二、三线城市成交土地规划建筑面积同比增速为 13.1%、12.6%、1.3%.....11
图表 31. 一、二、三线城市成交土地总价环比增速分别为 1955.0%、193.5%、63.4%.....11
图表 32. 一、二、三线城市成交土地总价同比增速分别为 848.2%、19.3%、-2.4%.....11
图表 33. 一、二、三线城市成交土地楼面均价环比增速分别为 398.6%、102.4%、63.8%.....11
图表 34. 一、二、三线城市成交土地楼面均价同比增速分别为 738.6%、6.0%、-3.7%.....11
图表 35.二、三线城市平均土地溢价率分别为 3.68%、2.81%.....11
图表 36. 百城成交住宅土地规划建筑面积为 366.9 万平方米，环比上升 151.6%，同比上升 29.9%.....12
图表 37. 百城成交住宅土地总价为 238.4 亿元，环比上升 348.6%，同比上升 68.0%.....12
图表 38. 百城成交住宅土地楼面均价为 6497.0 元/平方米，环比上升 78.3%，同比上升 29.3%.....12
图表 39. 百城成交住宅类用地溢价率为 2.2%，环比下降 0.3%，同比下降 1.6%12
图表 40.二、三线城市住宅类用地成交土地规划建筑面积环比增速分别为 521.4%、91.4%.....12
图表 41. 一、二、三线城市同比增速分别为-36.8%、141.5%、7.7% 12
图表 42.二、三线城市住宅成交土地总价环比增速为分别 276.0%、216.6%.....13
图表 43. 一、二、三线城市同比增速分别为 274.7%、28.0%、53.7%.....13
图表 44. 二、三线城市环比增速分别为-39.5%、65.4% 13
图表 45. 一、二、三线城市同比增速分别为 492.81%、47.01%、42.75%.....13
图表 46. 一、二、三线城市住宅类成交土地溢价率分别为 31.20%、0.34%、1.27%.....13
图表 47. 2024 年第 38 周大事件.....14
图表 48. 房地产行业绝对收益为 6.9%，较上周上升 7.4 个百分点.....15
图表 49. 房地产行业相对收益为 5.5%，较上周上升 3.8 个百分点.....15
图表 50. 房地产板块 PE 为 18.04X，较上周上升 1.04X.....16
图表 51. A 股涨跌幅靠前的三家公司依次为金地集团、滨江集团、万科 A.....16
图表 52. 港股涨跌靠前的三家公司依次为融创中国、建发国际集团、龙湖集团..16

图表 53. 2024 年第 38 周（9 月 14 日-9 月 20 日）重点公司公告汇总 17
图表 54. 2024 年第 38 周房地产行业国内债券总发行量为 27.0 亿元，环比下降 71.2%，同比上升 73.6% 18
图表 55. 2024 年第 38 周国内债券总偿还量为 93.2 亿元，环比上升 4.6%，同比上升 27.1% 18
图表 56. 2024 年第 38 周房地产行业国内债券净融资额为-66.2 亿元 18
图表 57. 本周债券发行量最大的房企为重庆西永、苏高新集团、高淳国资（滨江集团），发行量分别为 10.00、7.00、5.00 亿元 19
图表 58. 本周债券偿还量最大的房企为金融街、兆润控股、江淮建设，偿还量分别为 25.00、15.00、13.00 亿元 19
图表 59. 报告中提及上市公司估值表 20
图表 60. 城市数据选取清单 22

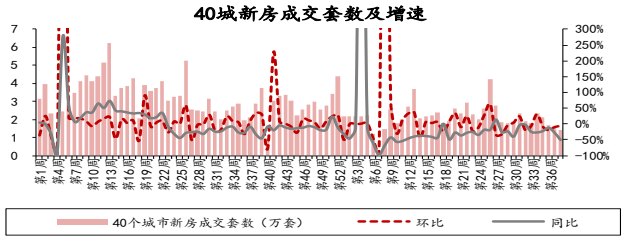
1 重点城市新房市场、二手房市场及库存跟踪

本周（第 38 周：2024 年 9 月 14 日-2024 年 9 月 20 日）相比于上周，新房成交面积环比降幅收窄，同比降幅扩大；二手房成交面积环比由正转负，同比降幅扩大；新房库存面积环比降幅扩大，同比降幅收窄。一、二、三四线城市新房库存面积去化周期环比均上升，二线、三四线城市新房库存面积去化周期同比均下降，一线城市同比上升。

1.1 重点城市新房成交情况跟踪

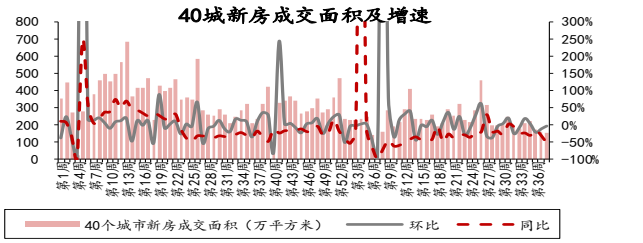
本周 40 个城市新房成交套数为 1.4 万套，环比下降 6.4%，环比降幅收窄，环比较上周下降 3.3 个百分点，同比下降 51.6%，同比降幅扩大，同比降幅较上周扩大 22.7 个百分点；新房成交面积为 154.3 万平方米，环比下降 1.9%，环比降幅收窄，环比较上周收窄 8.3 个百分点，同比下降 53.1%，同比降幅扩大，同比降幅较上周扩大了 22.3 个百分点。分城市能级来看，一、二、三四线城市新房成交套数分别为 0.4、0.6、0.4 万套，环比增速分别为-26.8%、5.9%、1.6%，同比增速分别为-56.2%、-52.7%、-39.4%。一、二、三四线城市新房成交面积分别为 34.6、74.2 、45.6 万平方米，环比增速分别为-23.3%、5.8%、8.1%，同比增速分别为-58.4%、-52.4%、-46.8%。

图表 1. 40 个城市新房成交套数为 1.4 万套，环比下降 6.4%，同比下降 51.6%



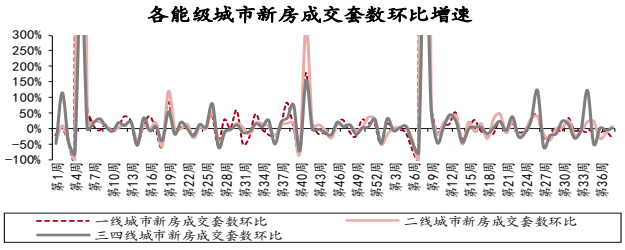
资料来源：同花顺，中银证券

图表 2. 新房成交面积为 154.3 万平方米，环比下降 1.9%，同比下降 53.1%



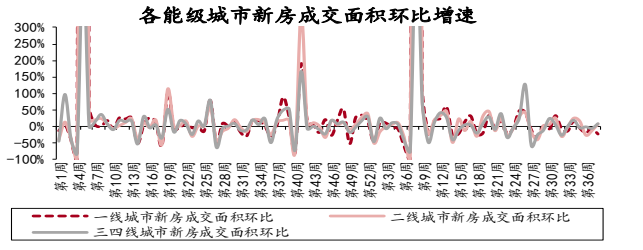
资料来源：同花顺，中银证券

图表 3. 一、二、三四线城市新房成交套数环比增速分别为-26.8%、5.9%、1.6%



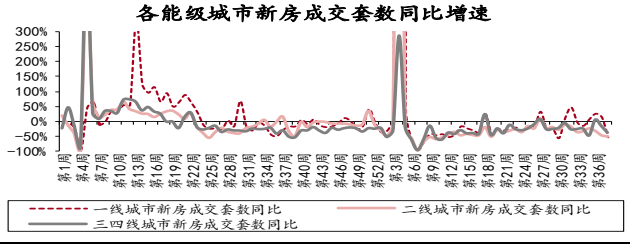
资料来源：同花顺，中银证券

图表 4. 一、二、三四线城市新房成交面积环比增速分别为-23.3%、5.8%、8.1%



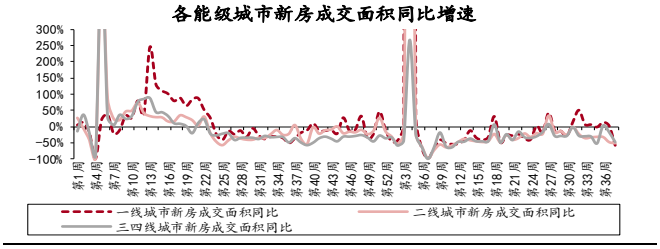
资料来源：同花顺，中银证券

图表 5. 一、二、三四线城市新房成交套数同比增速分别为-56.2%、-52.7%、-39.4%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 6. 一、二、三四线城市新房成交面积同比增速分别为-58.4%、-52.4%、-46.8%



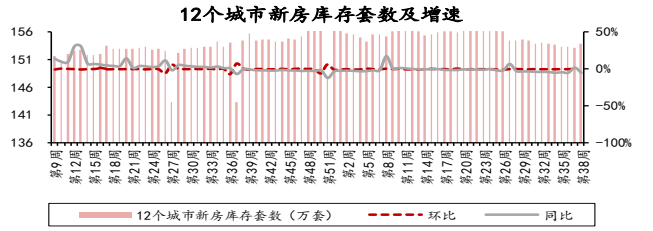
资料来源：同花顺，中银证券

1.2 重点城市新房库存情况跟踪

12 个城市新房库存套数为 153.9 万套，环比增速为 0.5%，同比增速为-5.5%，一、二、三四线城市新房库存套数分别为 67.3、82.0、4.6 万套，环比增速分别为 1.0%、0.1%、-0.5%，同比增速分别为-4.4%、-13.1%、23.5%。四座一线城市北京、上海、广州、深圳的新房库存套数分别为 37.8、6.8、14.8、7.9 万套，环比增速分别为 1.4%、3.6%、0.4%、-1.3%，北京、上海、广州、深圳的同比增速分别为-4.4%、29.3%、-7.5%、-17.6%。

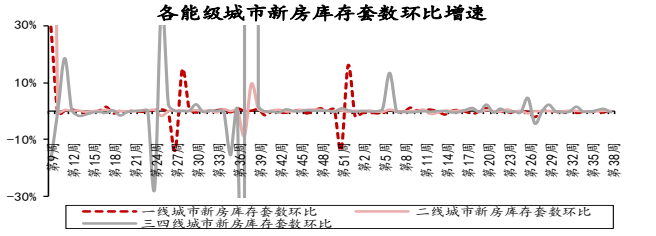
在新房库存套数去化周期方面，12 个城市新房库存套数去化周期为 23.0 个月，环比上升 0.7 个月，同比提升 2.9 个月。一、二、三四线城市新房库存套数去化周期分别为 22.9、20.0、90.0 个月，一、二、三四线城市环比分别上升 0.9、0.0、2.7 个月，一、二、三四线城市同比分别提升 3.2、0.7、34.3 个月。四座一线城市北京、上海、广州、深圳的新房库存套数去化周期分别为 52.9、8.3、12.8、31.9 个月，北京、上海、广州环比分别提升 1.8、0.5、0.6 个月，深圳环比下降 0.4 个月，北京、上海、同比分别提升 13.4、3.5 个月，广州、深圳同比分别下降 0.6、2.3 个月。

图表 7. 12 个城市新房库存套数为 153.9 万套，环比增速为 0.5%，同比增速为-5.5%



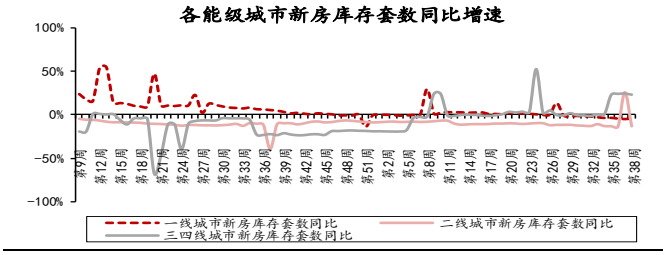
资料来源：同花顺，中银证券

图表 8. 一、二、三四线城市新房库存套数环比增速分别为 1.0%、0.1%、-0.5%



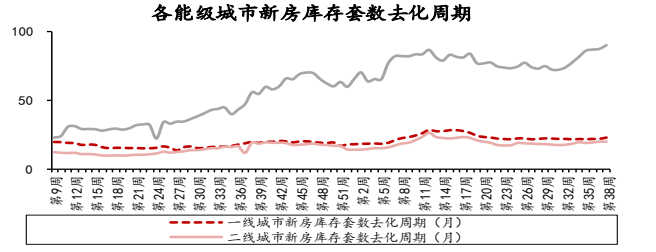
资料来源：同花顺，中银证券

图表 9.一、二、三四线城市新房库存套数同比增速分别为-4.4%、-13.1%、23.5%



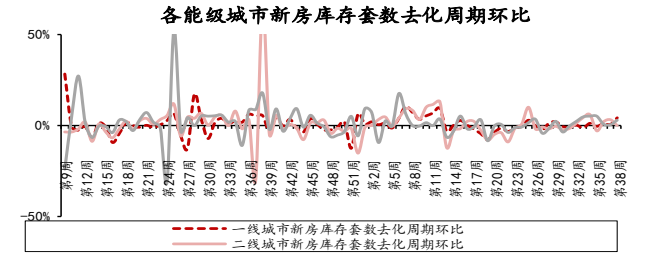
资料来源：同花顺，中银证券

图表 10. 一、二、三四线城市新房库存套数去化周期分别为 22.9、20.0、90.0 个月



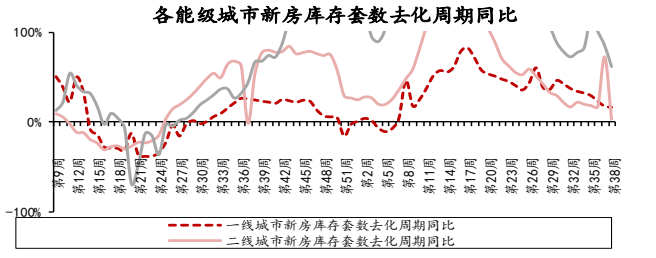
资料来源：同花顺，中银证券

图表 11. 一、二、三四线城市新房库存套数去化周期环比增速分别为 4.1%、0.0%、3.1%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 12. 一、二、三四线城市新房库存套数去化周期同比增速分别为 16.4%、3.5%、61.5%

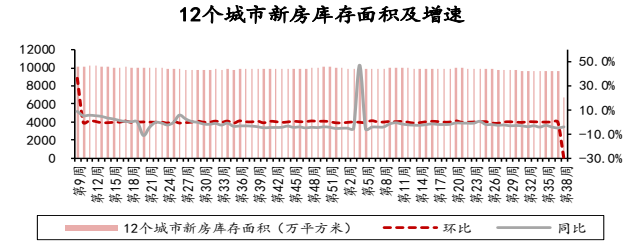


资料来源：同花顺，中银证券

12 个城市新房库存面积为 6707 万平方米，环比增速为-30.5%，同比增速为-4.2%。一、二、三四线城市新房库存面积分别为 6456、2322、436 万平米，一、二、三四线城市环比增速分别为 0.6%、-55.2%、-21.5%，同比增速分别为-3.1%、-9.6%、22.0%。

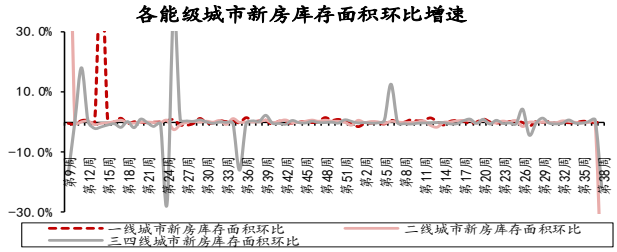
在新房库存面积去化周期方面，12 个城市新房库存面积去化周期为 20.1 个月，环比上升 2.0 个月，同比上升 1.5 个月。一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为 19.1、19.2、74.9 个月，一、二、三线城市环比分别上升 1.7、2.3、3.4 个月。一、二、三四线城市同比分别上升 1.0、1.2、25.7 个月。

图表 13. 12 个城市新房库存面积为 6707 万平方米，环比增速为-30.5%，同比增速为-4.2%



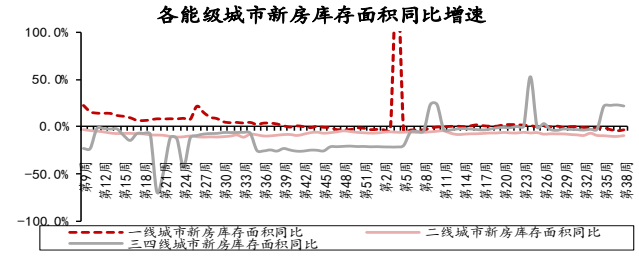
资料来源：同花顺，中银证券

图表 14. 一、二、三四线城市环比增速分别为 0.6%、-55.2%、-21.5%



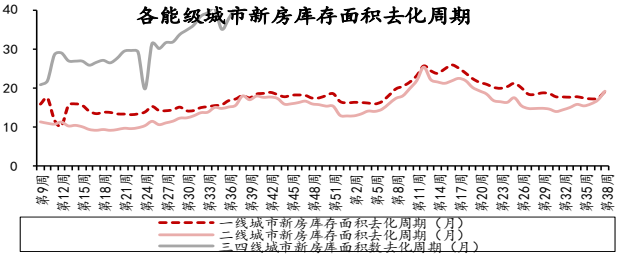
资料来源：同花顺，中银证券

图表 15. 一、二、三四线城市新房库存面积同比增速分别为-3.1%、-9.6%、22.0%



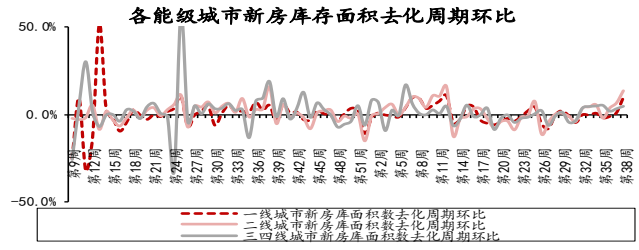
资料来源：同花顺，中银证券

图表 16.一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为 19.1、19.2、74.9 个月



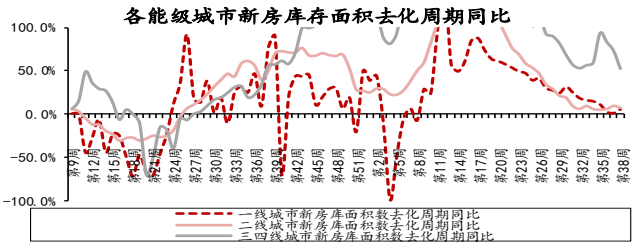
资料来源：同花顺，中银证券

图表 17. 一、二、三四线城市新房库存面积去化周期环比增速分别为 9.7%、13.3%、4.7%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 18. 一、二、三四线城市新房库存面积去化周期同比增速分别为 5.6%、6.8%、52.2%

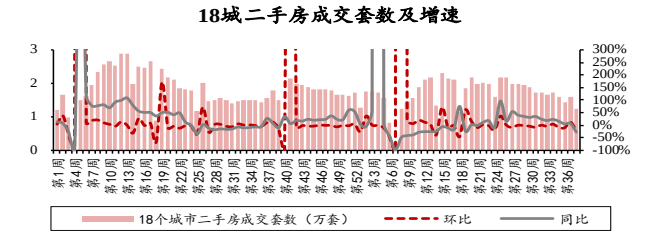


资料来源：同花顺，中银证券

1.3 重点城市二手房成交情况跟踪

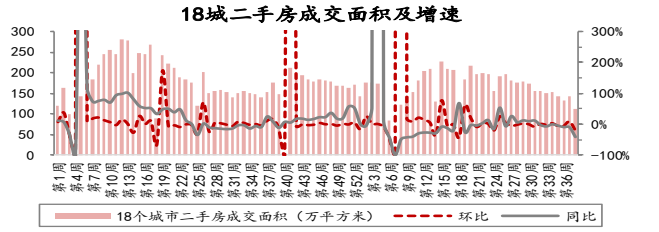
本周 18 个城市二手房成交套数为 1.3 万套，环比下降 21.5%，同比下降 28.3%；成交面积为 111.0 万平方米，环比下降 22.2%，同比下降 41.1%。从各城市能级来看，一、二、三四线城市二手房成交套数分别为 0.3、0.7、0.2 万套，环比增速分别为-24.6%、-20.0%、-21.8%，同比增速分别为-32.0%、-21.7%、-36.9%；一、二、三四线城市成交面积分别为 26.9、59.4、24.7 万平方米，一、二、三四线城市环比增速分别为-26.4%、-21.4%、-19.2%，同比增速分别为-30.3%、-52.0%、-36.6%。

图表 19. 18 个城市二手房成交套数为 1.3 万套，环比下降 21.5%，同比下降 28.3%



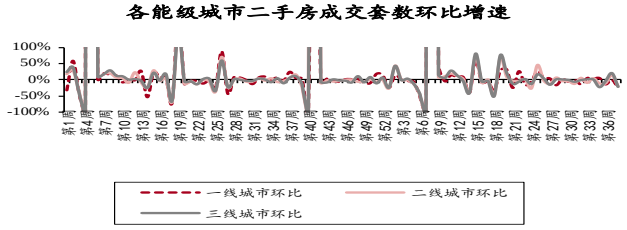
资料来源：同花顺，中银证券

图表 20. 18 个城市二手房成交面积为 111.0 万平方米，环比下降 22.2%，同比下降 41.1%



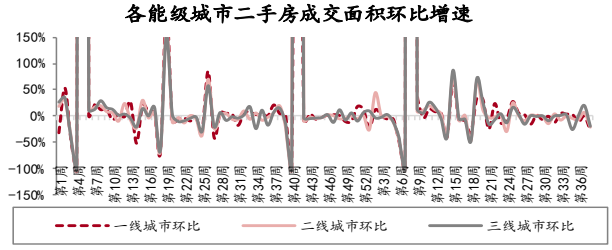
资料来源：同花顺，中银证券

图表 21. 一、二、三四线城市二手房成交套数环比增速分别为-24.6%、-20.0%、-21.8%



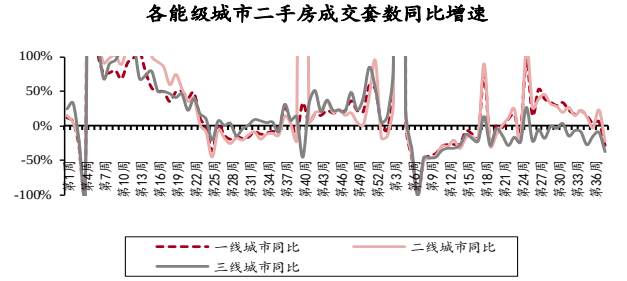
资料来源：同花顺，中银证券

图表 22. 一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别-26.4%、-21.4%、-19.2%



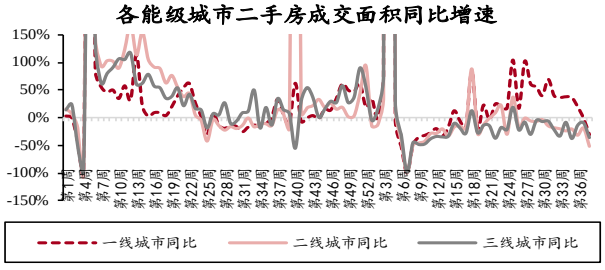
资料来源：同花顺，中银证券

图表 23. 一、二、三四线城市二手房成交套数同比增速分别为-32.0%、-21.7%、-36.9%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 24. 一、二、三四线城市二手房成交面积同比增速分别为-30.3%、-52.0%、-36.6%



资料来源：同花顺，中银证券

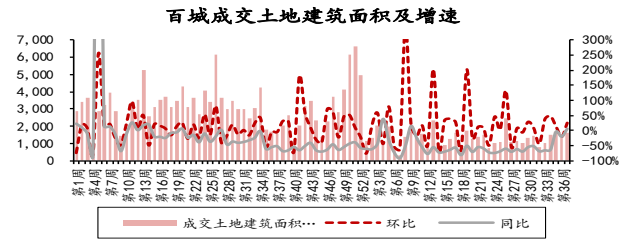
2 百城土地市场跟踪

土地市场方面，我们选取 2024 年第 37 周（9 月 9 日-9 月 15 日）的数据，土地市场环比量价齐升，溢价率同环比均下降。从城市能级来看，一线环比量价齐升，同比量价齐升，二线环比量价齐升，同比量升价跌，三线环比量价齐升，同比量价齐跌；一、三线城市溢价率环比均下降，一线城市溢价率同比下降，三线城市溢价率同比不变，二线城市溢价率同环比均上升。

2.1 百城成交土地（全类型）市场情况跟踪

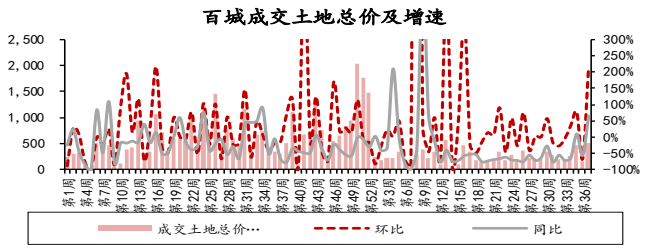
百城全类型成交土地规划建筑面积为 1643.4 万平方米，环比上升 23.8%，同比上升 5.7%；成交土地总价为 502.2 亿元，环比上升 216.6%，同比上升 66.1%；成交土地楼面均价为 3056.0 元/平，环比上升 155.7%，同比上升 57.1%；百城成交土地溢价率为 0.4%，环比下跌 2.5%，同比下跌 1.6%。

图表 25. 百城成交土地规划建筑面积为 1643.4 万平方米，环比上升 23.8%，同比上升 5.7%



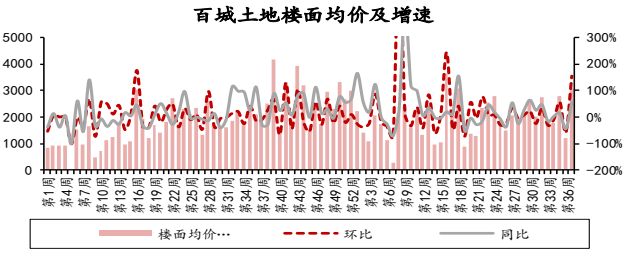
资料来源：中指院，中银证券

图表 26. 百城成交土地总价为 502.2 亿元，环比上升 216.6%，同比上升 66.1%



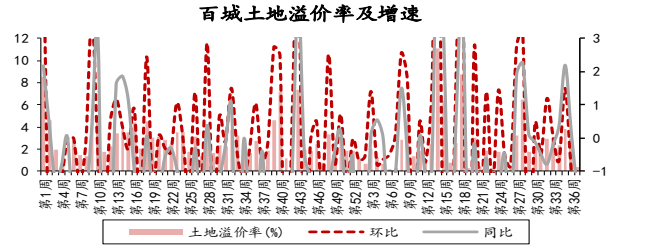
资料来源：中指院，中银证券

图表 27. 百城成交土地楼面均价为 3056.0 元/平，环比上升 155.7%，同比上升 57.1%



资料来源：中指院，中银证券

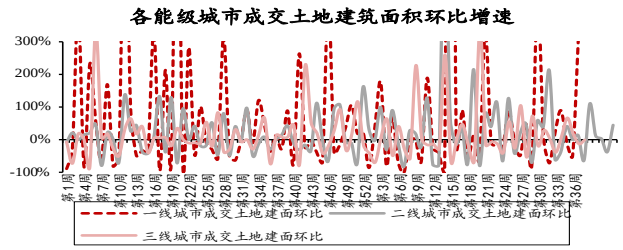
图表 28. 百城成交土地溢价率为 0.4%，环比下跌 2.5%，同比下跌 1.6%



资料来源：中指院，中银证券

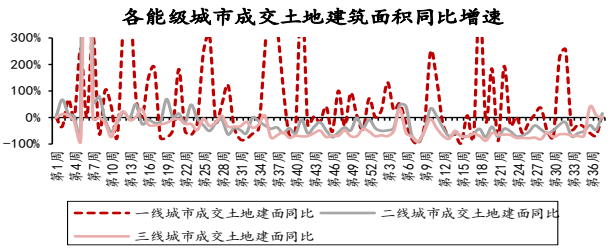
从城市能级来看，一、二、三线城市成交土地规划建筑面积分别为 244.2、431.3、967.9 万平方米，一、二、三线城市环比增速分别为 312.2%、45.0%、-0.3%，同比增速分别为 13.1%、12.6%、1.3%；一、二、三线城市成交土地总价分别为 206.8、118.8、176.6 亿元，一、二、三线城市环比增速分别为 1955.0%、193.5%、63.4%，同比增速分别为 848.2%、19.3%、-2.4%；一、二、三线城市平均楼面价分别为 8469、2754、1825 元/平，一、二、三线城市环比增速分别为 398.6%、102.4%、63.8%，同比增速分别为 738.6%、6.0%、-3.7%；二、三线城市平均土地溢价率分别为 3.68%、2.81%，一、二、三线城市环比增速分别为-11.7%、2.0%、-1.1%，二、三线城市同比增速分别为 1.5%、0.7%。

图表 29. 一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为 312.2%、45.0%、-0.3%



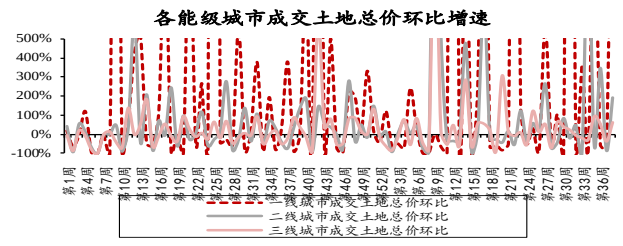
资料来源：中指院，中银证券

图表 30. 一、二、三线城市成交土地规划建筑面积同比增速为 13.1%、12.6%、1.3%



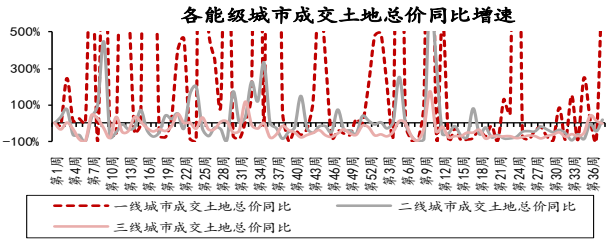
资料来源：中指院，中银证券

图表 31. 一、二、三线城市成交土地总价环比增速分别为 1955.0%、193.5%、63.4%



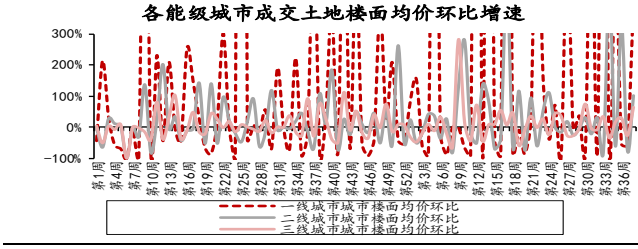
资料来源：中指院，中银证券

图表 32. 一、二、三线城市成交土地总价同比增速分别为 848.2%、19.3%、-2.4%



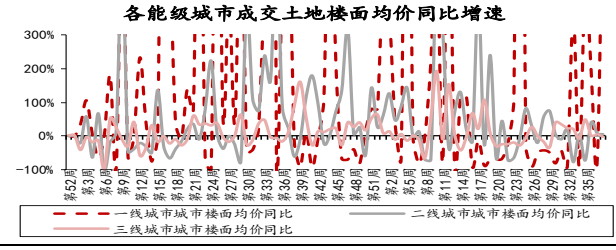
资料来源：中指院，中银证券

图表 33. 一、二、三线城市成交土地楼面均价环比增速分别为 398.6%、102.4%、63.8%



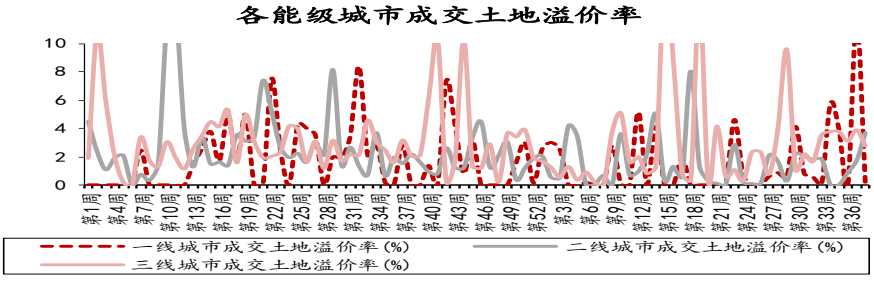
资料来源：中指院，中银证券

图表 34. 一、二、三线城市成交土地楼面均价同比增速分别为 738.6%、6.0%、-3.7%



资料来源：中指院，中银证券

图表 35.二、三线城市平均土地溢价率分别为 3.68%、2.81%

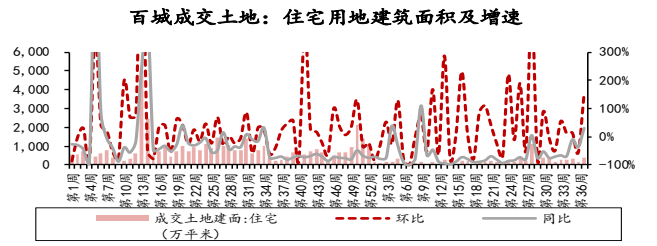


资料来源：中指院，中银证券

2.2 百城成交土地（住宅类）市场情况跟踪

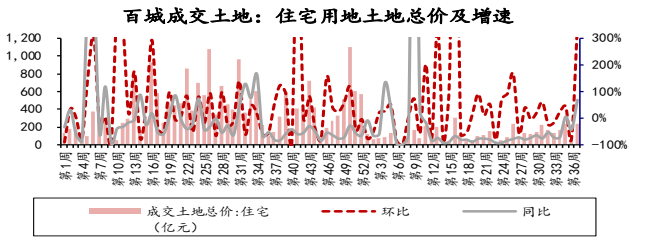
百城成交住宅土地规划建筑面积为 366.9 万平方米，环比上升 151.6%，同比上升 29.9%；成交住宅土地总价为 238.4 亿元，环比上升 348.6%，同比上升 68.0%；成交住宅土地楼面均价为 6497.0 元/平方米，环比上升 78.3%，同比上升 29.3%；百城成交住宅类用地溢价率为 2.2%，环比下降 0.3%，同比下降 1.6%。

图表 36. 百城成交住宅土地规划建筑面积为 366.9 万平方米，环比上升 151.6%，同比上升 29.9%



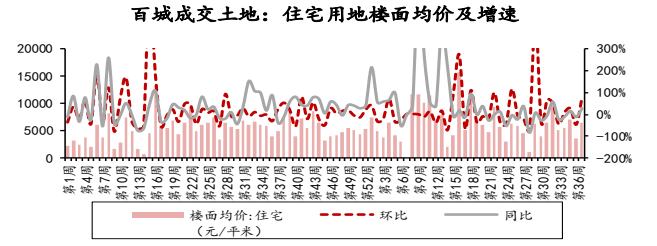
资料来源：中指院，中银证券

图表 37. 百城成交住宅土地总价为 238.4 亿元，环比上升 348.6%，同比上升 68.0%



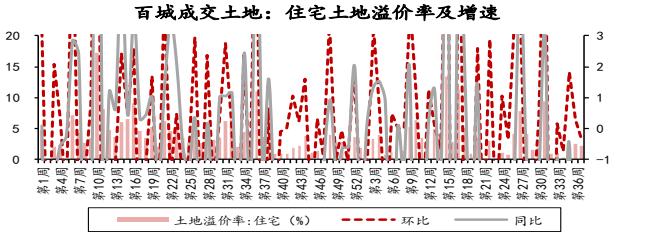
资料来源：中指院，中银证券

图表 38. 百城成交住宅土地楼面均价为 6497.0 元/平方米，环比上升 78.3%，同比上升 29.3%



资料来源：中指院，中银证券

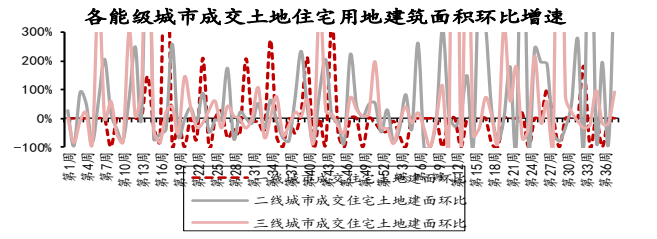
图表 39. 百城成交住宅类用地溢价率为 2.2%，环比下降 0.3%，同比下降 1.6%



资料来源：中指院，中银证券

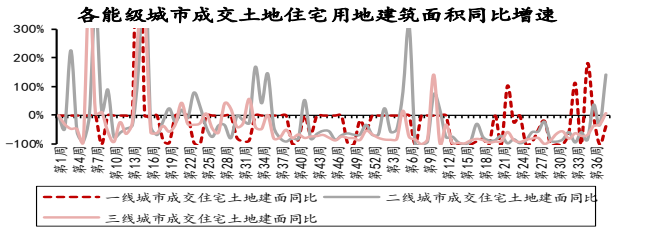
从不同城市能级的住宅类土地市场情况来看，本周一、二、三线城市住宅类成交土地建筑面积分别为 5.0、119.7、242.3 万平米，二、三线城市环比增速分别为 521.4%、91.4%，一、二、三线城市同比增速分别为-36.8%、141.5%、7.7%；一、二、三线城市住宅类成交土地总价分别为 56.6、74.2、105.8 亿元，二、三线城市环比增速分别为 276.0%、216.6%，一、二、三线城市同比增速分别为 274.7%、28.0%、53.7%；一、二、三线城市住宅类平均楼面价分别为 114145、6200、4366 元/平，二、三线城市环比增速分别为-39.5%、65.4%，一、二、三线城市同比增速分别为 492.81%、47.01%、42.75%；一、二、三线城市平均住宅类成交土地溢价率分别为 31.20%、0.34%、1.27%，二线城市环比下降 8.8 个百分点，三线城市环比上升 1.0 个百分点，二线城市同比下降 2.0 个百分点、三线城市同比下降 3.4 个百分点。

图表 40.二、三线城市住宅类用地成交土地规划建筑面积环比增速分别为 521.4%、91.4%



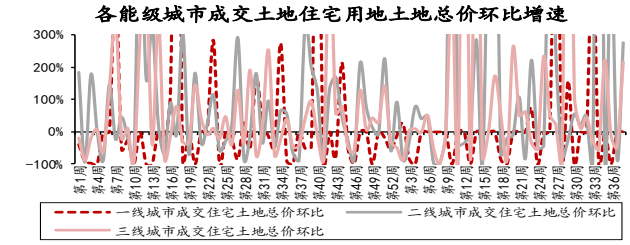
资料来源：中指院，中银证券

图表 41. 一、二、三线城市同比增速分别为-36.8%、141.5%、7.7%



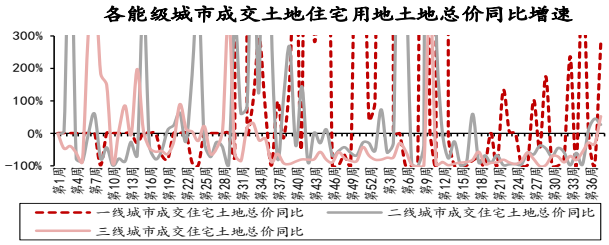
资料来源：中指院，中银证券

图表 42.二、三线城市住宅成交土地总价环比增速为分别 276.0%、216.6%



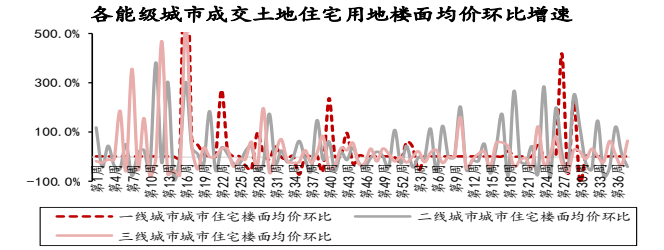
资料来源：中指院，中银证券

图表 43. 一、二、三线城市同比增速分别为 274.7%、28.0%、53.7%



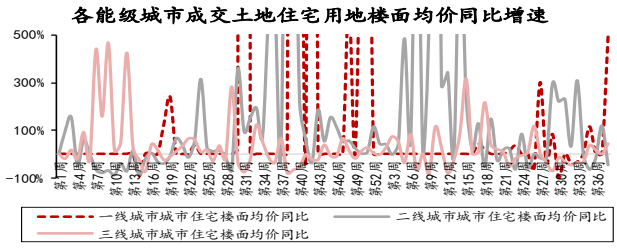
资料来源：中指院，中银证券

图表 44. 二、三线城市环比增速分别为-39.5%、65.4%



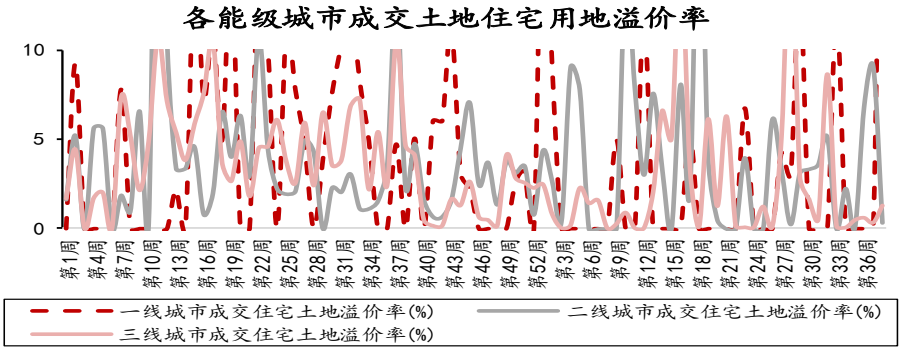
资料来源：中指院，中银证券

图表 45. 一、二、三线城市同比增速分别为 492.81%、47.01%、42.75%



资料来源：中指院，中银证券

图表 46. 一、二、三线城市住宅类成交土地溢价率分别为 31.20%、0.34%、1.27%



资料来源：中指院，中银证券

3 本周行业政策梳理

南京：9 月 17 日，南京市房产局宣布，将在 2024 年金秋房展会期间发放限时购房补助。该补助政策将于 9 月 20 日至 22 日在南京举行的房展会上实施，为购房者提供额外 1%的购房合同金额补助。

广州南沙：9 月 19 日，针对广州南沙区“买房即可落户”的传闻，南沙区人社局相关工作人员明确表示，目前南沙区并无购买商品房后能够直接入户南沙的政策。此前，有媒体误传南沙区推出了此类政策，但官方的回应澄清了这一误解。

贵州遵义：9 月 19 日，贵州省遵义市人民政府办公室近日印发《遵义市促进房地产高质量发展政策措施》的通知，提出调整贷款首付比例、降低存量房贷利率、下调公积金贷款利率、支持首套住房公积金代际互助、稳定房地产开发贷款投放等 38 条政策措施。

图表 47. 2024 年第 38 周大事件

类型	时间	内容
地方	2024/9/17	南京：9 月 17 日，南京市房产局宣布，将在 2024 年金秋房展会期间发放限时购房补助。该补助政策将于 9 月 20 日至 22 日在南京举行的房展会上实施，为购房者提供额外 1%的购房合同金额补助。
	2024/9/19	广州南沙：9 月 19 日，针对广州南沙区“买房即可落户”的传闻，南沙区人社局相关工作人员明确表示，目前南沙区并无购买商品房后能够直接入户南沙的政策。此前，有媒体误传南沙区推出了此类政策，但官方的回应澄清了这一误解。
	2024/9/20	贵州遵义：9 月 19 日，贵州省遵义市人民政府办公室近日印发《遵义市促进房地产高质量发展政策措施》的通知，提出调整贷款首付比例、降低存量房贷利率、下调公积金贷款利率、支持首套住房公积金代际互助、稳定房地产开发贷款投放等 38 条政策措施。

资料来源：地产观点网、中银证券

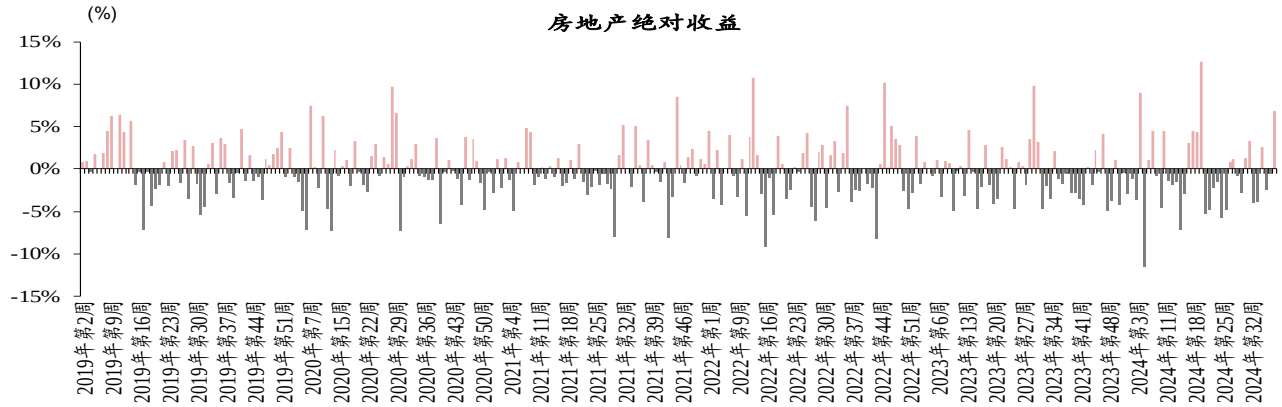
4 本周板块表现回顾

本周（9 月 14 日-9 月 20 日），在大盘表现方面，上证指数收于 2736.81 点，较上周上升 32.72 点，涨幅为 1.21%；创业板指收于 1536.60 点，较上周上升 1.43 点，涨幅为 0.09%；沪深 300 指数收于 3201.05 点，较上周上涨 41.80 点，涨幅为 3.60%。

在行业板块表现方面，申万一级行业涨跌幅前三的行业依次为房地产、有色金属、家用电器，综合涨跌幅分别为 6.9%、5.2%、4.3%；涨跌幅靠后的行业依次为医药生物、国防军工、农林牧渔，涨跌幅分别为-0.8%、-0.8%、-0.4%。

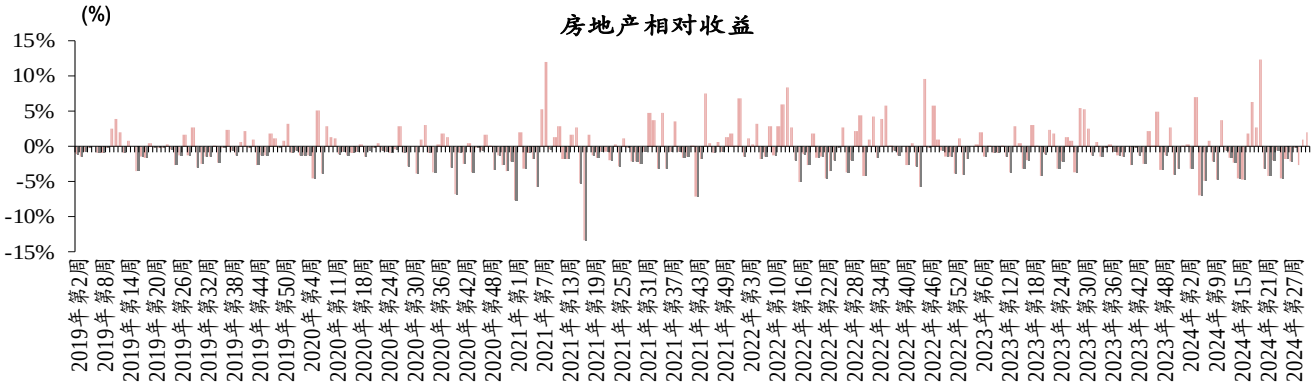
板块收益有所上升。房地产行业绝对收益为 6.9%，较上周上升 7.4pct，房地产行业相对收益为 5.5%，较上周上升 3.8pct。房地产板块 PE 为 18.04X，较上周上升 1.04X。

图表 48. 房地产行业绝对收益为 6.9%，较上周上升 7.4 个百分点



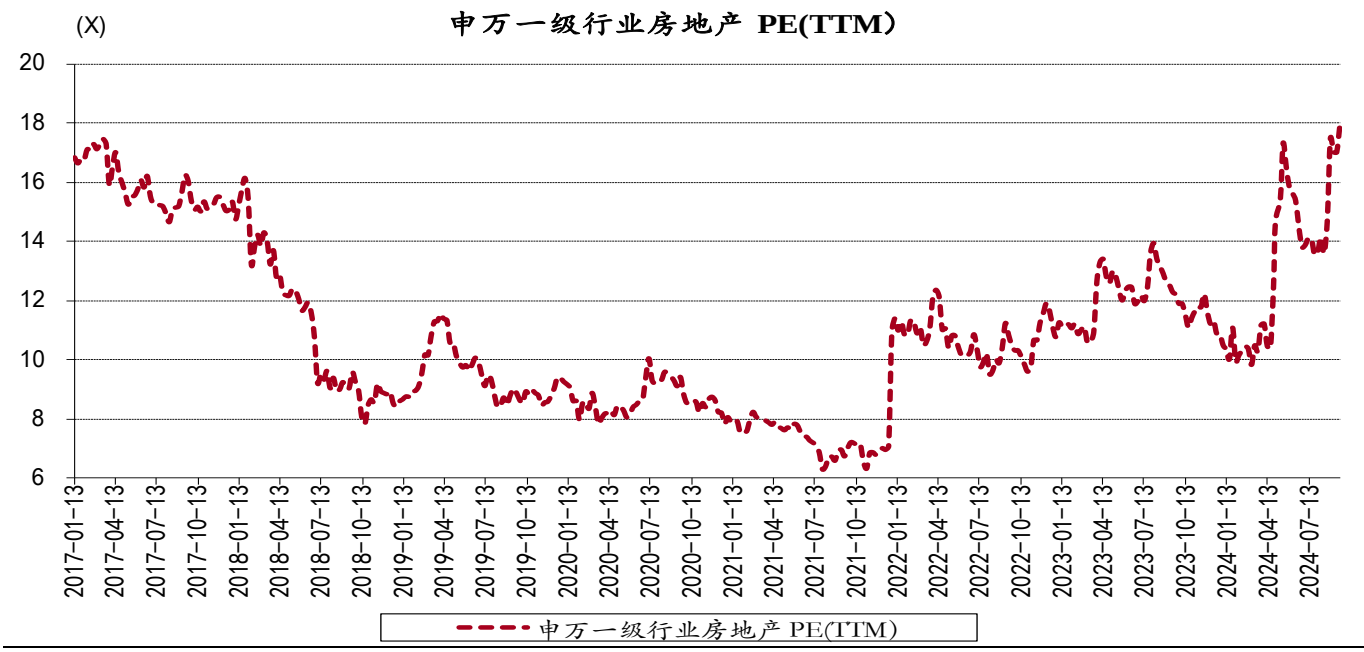
资料来源：同花顺，中银证券

图表 49. 房地产行业相对收益为 5.5%，较上周上升 3.8 个百分点



资料来源：同花顺，中银证券

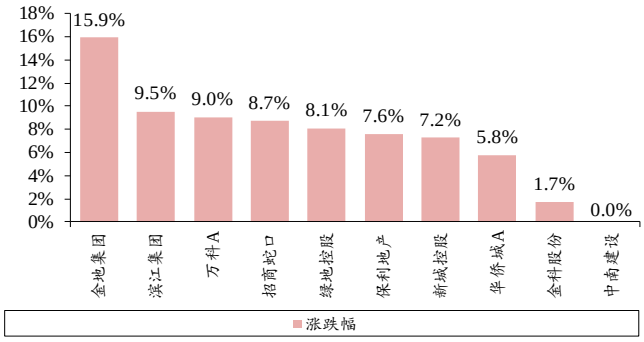
图表 50. 房地产板块 PE 为 18.04X，较上周上升 1.04X



资料来源：公司公告，中银证券

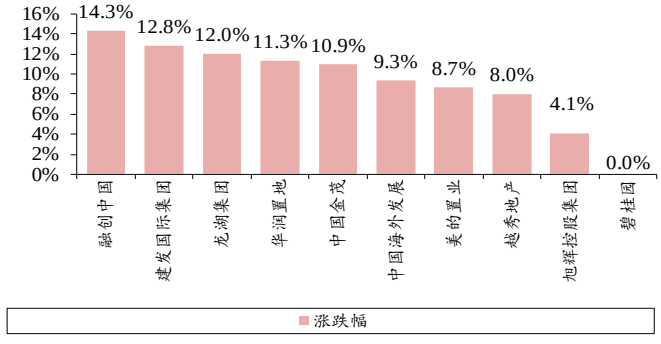
在我们重点跟踪房地产行业股票中，本周 A 股涨跌幅靠前的三家公司依次为金地集团、滨江集团、万科 A，涨跌幅分别为 15.9%、9.5%、9.0%，涨跌幅靠后的三家公司依次为中南建设、金科股份、华侨城 A，涨跌幅分别为 0.0%、1.7%、5.8%。港股涨跌幅靠前的三家公司依次为融创中国、建发国际集团、龙湖集团，涨跌幅分别为 14.3%、12.8%、12.0%，涨跌幅靠后的三家公司依次为碧桂园、旭辉控股集团、越秀地产，涨跌幅分别为 0.0%、4.1%、8.0%。

图表 51. A 股涨跌幅靠前的三家公司依次为金地集团、滨江集团、万科 A



资料来源：同花顺，中银证券

图表 52. 港股涨跌靠前的三家公司依次为融创中国、建发国际集团、龙湖集团



资料来源：同花顺，中银证券

5 本周重点公司公告

高管变动公告：金融街：金融街物业股份有限公司董事会宣布，非执行董事赵璐女士因其工作安排变动已辞任本公司非执行董事职务及董事会审核委员会委员职务，赵女士的辞任将在本公司举行的临时股东大会选举产生新任非执行董事后生效，在此期间其将按照适用法律和本公司的《公司章程》的规定，继续履行其非执行董事及审核委员会委员职责。

图表 53. 2024 年第 38 周（9 月 14 日-9 月 20 日）重点公司公告汇总

公告类型	公司名称	公告内容
高管变动公告	金融街	金融街物业股份有限公司董事会宣布，非执行董事赵璐女士因其工作安排变动已辞任本公司非执行董事职务及董事会审核委员会委员职务，赵女士的辞任将在本公司举行的临时股东大会选举产生新任非执行董事后生效，在此期间其将按照适用法律和本公司的《公司章程》的规定，继续履行其非执行董事及审核委员会委员职责。
	ST 美谷	奥园美谷科技股份有限公司董事会近日收到公司董事陶久钦先生和郭士国先生的书面报告，陶久钦先生因个人原因，申请辞去公司董事及董事会下属委员会委员职务，陶久钦先生辞职后将不再担任公司任何职务。郭士国先生因工作变动关系，申请辞去公司董事长职务，继续担任公司董事及董事会下属委员会委员职务。
经营数据公告	大悦城地产	2024 年上半年营业收入 86.22 亿元，同比上升 126.2%；归母净利润为 1.43 亿元，同比下降 85.2%。

资料来源：公司公告，中银证券

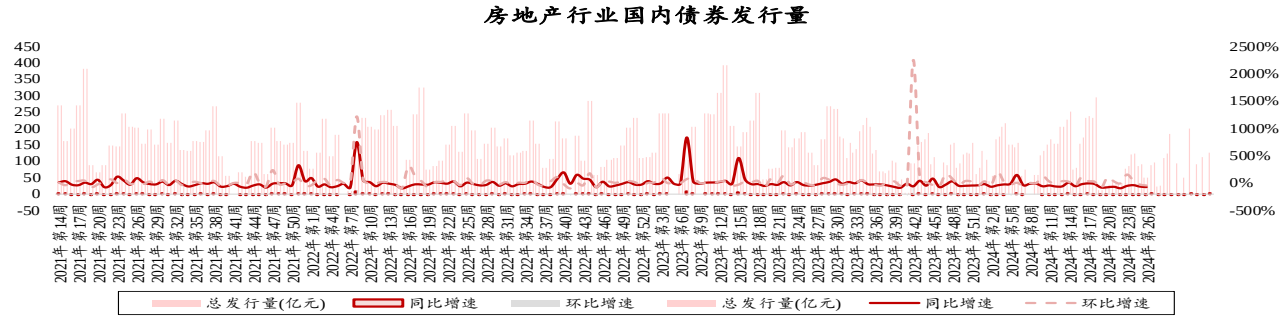
6 本周房企债券发行情况

本周房企国内债券发行规模同环比均上升。2024 年第 38 周（2024 年 9 月 16 日-2024 年 9 月 22 日）房地产行业国内债券总发行量为 27.0 亿元，环比下降 71.2%，同比上升 73.6%（前值：47.8% ）。总偿还量为 93.2 亿元，环比上升 4.6%，同比上升 27.1%（前值：-5.3%）；净融资额为-66.2 亿元。

累计来看，今年 1-38 周房企国内债券发行总规模为 4211.0 亿元，同比下降 33.0%；总偿还量 4651.0 亿元，同比下降 8.1%；净融资额为-440.0 亿元。

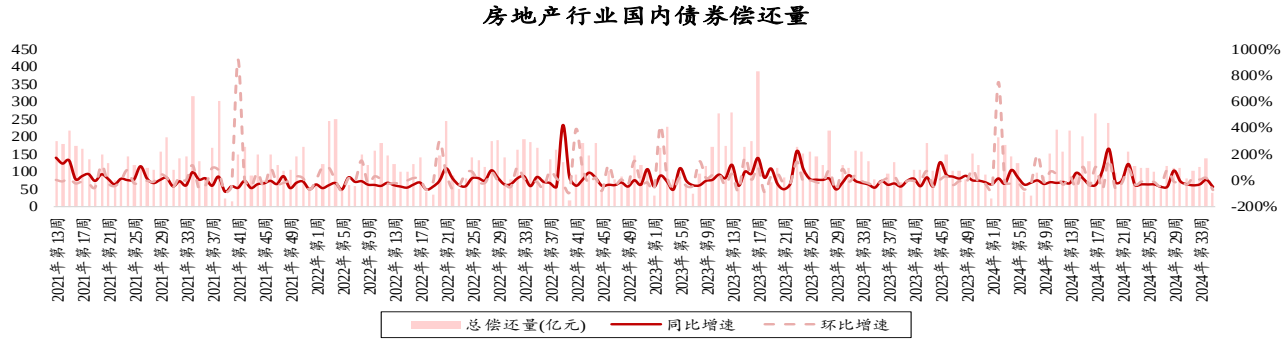
具体来看，本周债券发行量最大的房企为重庆西永、苏高新集团、高淳国资（滨江集团），发行量分别为 10.00、7.00、5.00 亿元。本周债券偿还量最大的房企为金融街、兆润控股、江淮建设，偿还量分别为 25.00、15.00、13.00 亿元。

图表 54. 2024 年第 38 周房地产行业国内债券总发行量为 27.0 亿元，环比下降 71.2%，同比上升 73.6%



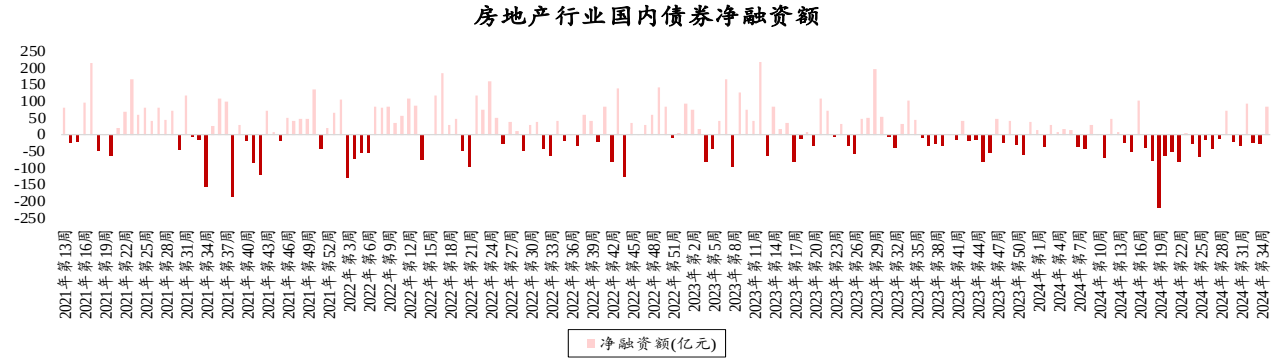
资料来源：同花顺，中银证券

图表 55. 2024 年第 38 周国内债券总偿还量为 93.2 亿元，环比上升 4.6%，同比上升 27.1%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 56. 2024 年第 38 周房地产行业国内债券净融资额为-66.2 亿元



资料来源：同花顺，中银证券

图表 57. 本周债券发行量最大的房企为重庆西永、苏高新集团、高淳国资（滨江集团），发行量分别为 10.00、7.00、5.00 亿元

发行日期	债券简称	发行人	发行人企业性质	发行总额(亿)	到期日期	债券类型
2024-09-20	24 西永电子 MTN001	重庆西永	地方国有企业	10.00	2029-09-23	中期票据
2024-09-18	24 高淳国资 CP004	高淳国资	地方国有企业	5.00	2025-09-20	短期融资券
2024-09-19	24 滨江房产 CP006	滨江集团	私营	5.00	2025-09-23	短期融资券
2024-09-20	24 苏州高新 SCP048	苏高新集团	地方国有企业	3.00	2025-02-26	短期融资券
2024-09-20	24 苏州高新 SCP047	苏高新集团	地方国有企业	2.00	2025-04-25	短期融资券
2024-09-20	24 苏州高新 SCP046	苏高新集团	地方国有企业	2.00	2025-04-11	短期融资券

资料来源：同花顺，中银证券

图表 58. 本周债券偿还量最大的房企为金融街、兆润控股、江淮建设，偿还量分别为 25.00、15.00、13.00 亿元

偿还日期	债券简称	发行人	发行人企业性质	偿还类型	偿还量(亿)	发行利率(%)	债券类型
2024-09-22	21 金街 05	金融街	地方国有企业	回售	25.00	3.33	公司债
2024-09-19	23 华发实业 MTN003B	华发股份	地方国有企业	回售	11.00	3.62	中期票据
2024-09-20	19 兆润投资 MTN001	兆润控股	地方国有企业	到期	10.00	4.14	中期票据
2024-09-18	23 江淮建设 PPN003	江淮建设	地方国有企业	到期	8.00	3.77	非公开定向债务融资工具(PPN)
2024-09-18	21 扬州经开 PPN002	扬州经开	地方国有企业	回售	5.00	4.00	非公开定向债务融资工具(PPN)
2024-09-20	23 江淮建设 PPN004	江淮建设	地方国有企业	到期	5.00	3.70	非公开定向债务融资工具(PPN)
2024-09-20	19 兆润投资 MTN002	兆润控股	地方国有企业	到期	5.00	4.14	中期票据
2024-09-22	23 光明房产 MTN004	光明地产	地方国有企业	回售	5.00	3.20	中期票据
2024-09-16	21 郑州公宅 PPN002	郑州公宅	地方国有企业	到期	4.70	3.89	非公开定向债务融资工具(PPN)
2024-09-17	21 邯郸城投 MTN002	邯郸城投	地方国有企业	到期	4.00	3.57	中期票据
2024-09-17	21 东龙控股 MTN001	东龙控股	地方国有企业	到期	3.30	3.20	中期票据
2024-09-16	24 南京奥体 PPN001	南京奥体	地方国有企业	到期	1.80	2.49	非公开定向债务融资工具(PPN)
2024-09-20	国泰 2024 优先 1 级	国泰租赁	地方国有企业	提前偿还	1.43	2.85	资产支持证券
2024-09-16	21 嘉科债 01	嘉科集团	地方国有企业	提前偿还	1.00	2.32	企业债
2024-09-17	21 桃源城投债 01	桃源城投	地方国有企业	提前偿还	1.00	7.00	企业债
2024-09-21	22 国泰租赁 ABN001 优先 A2	国泰租赁	地方国有企业	提前偿还	0.92	4.80	资产支持证券
2024-09-18	17 温高新债	温高新投	地方国有企业	到期	0.90	5.90	企业债
2024-09-18	GC 凯晨 A1	上海金茂	中央企业	提前偿还	0.12	3.40	资产支持证券

资料来源：同花顺，中银证券

7 投资建议

从高频数据看，当前楼市成交仍在筑底，“金九银十”关键节点到来，此次政策的适时出台对于稳定市场情绪起到了一定积极的作用，但是对于实际成交的提振效果仍需要观察。后续建议关注：1）LPR 调整的时间；2）10 月中旬发布的 9 月地产数据情况；3）是否还有其他增量刺激政策出台。整体而言，从 9 月到年底是政策发力收窄房地产销售降幅的关键时期，若后续有增量政策出台，叠加基本面季节性修复，将可能带动地产板块估值修复。

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仍然较好的房企：**招商蛇口、华润置地、保利发展、绿城中国、滨江集团、越秀地产、建发国际集团。**2）政策宽松后预期能够有显著改善的底部弹性标的：**金地集团、龙湖集团。**3）二手房成交量提升带动的房地产经纪公司：**我爱我家、贝壳。

图表 59. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2023A	2024E	2023A	2024E	(元/股)
001979.SZ	招商蛇口	未有评级	9.58	868.03	0.70	0.74	13.74	13.00	13.21
1109.HK	华润置地	未有评级	19.86	1,522.46	4.40	4.12	4.51	4.82	37.14
600048.SH	保利发展	买入	8.05	963.62	1.01	0.90	7.99	8.94	16.59
3900.HK	绿城中国	买入	5.98	162.81	1.22	1.25	4.90	4.78	14.27
002244.SZ	滨江集团	买入	8.72	271.32	0.81	0.78	10.73	11.18	8.13
0123.HK	越秀地产	买入	4.12	178.32	0.79	0.85	5.21	4.85	13.82
1908.HK	建发国际集团	买入	10.79	233.99	2.15	2.81	5.02	3.84	16.59
600383.SH	金地集团	买入	4.08	184.20	0.20	0.16	20.74	25.50	14.41
0960.HK	龙湖集团	未有评级	8.16	603.59	1.87	1.83	4.37	4.46	22.08
000560.SZ	我爱我家	未有评级	2.82	66.43	-0.36	0.04	-7.83	77.98	4.02
2423.HK	贝壳-W	未有评级	37.20	1,454.83	1.62	2.17	23.00	17.12	19.82

资料来源：同花顺，中银证券

注：股价截止日 9 月 20 日，未有评级公司盈利预测来自同花顺一致预期。

8 风险提示

房地产调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

9 附录

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中指院。

图表 60. 城市数据选取清单

新房成交情况选取城市
【新房】 合计 40 个城市 **一线城市（4 个）：**深圳、上海、北京、广州 **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 **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 **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。 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。
二手房成交情况选取城市
【二手房】合计 18 个城市 **一线城市（2 个）：**北京，深圳 **二线城市（7 个）：**杭州、南京、青岛、苏州、厦门、南宁、成都 **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 **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。 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。
新房库存及成交情况选取城市
【库存】合计 12 个城市 **一线城市（4 个）：**深圳、上海、北京、广州 **二线城市（5 个）：**杭州、南京、苏州、宁波、福州 **三四线城市（3 个）：**韶关、莆田、东营 **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。 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。
土地市场选取城市
【土地市场】百城数据，合计 122 个城市。 **一线城市（4 个）：**北京，上海，广州，深圳。 **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。 **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。

资料来源：同花顺，中指院，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。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

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

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

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

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

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

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

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

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

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

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

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