

强于大市

房地产行业 2024年11月月报

11月新房二手房成交同环比持增；旧改、收储相关政策预计加速落地

核心观点

- 新房：低基数+供应增加+新政持续落地利好延续，11月新房成交面积同环比仍能保持正增长。11月40城新房成交面积环比+13.9%，同比+27.7%。同比涨幅较上月扩大了17.9pct，主要得益于：1) 基数较低；2) 供应增加；根据克而端，30个重点城市11月新增供应环比+35%；3) 新政持续落地，利好延续。1-11月40城累计新房成交面积1.23亿平，同比+24.4%。
从各能级城市来看，一线城市是新政直接受益者，京沪深成交同环比均出现正增长；二、三四线城市成交累计同比降幅明显大于一线城市。1) 一线城市：11月新房成交面积环比+14.1%，同比+25.5%，同比涨幅较上月收窄了0.5pct；1-11月累计同比+16.7%，一线城市是新政直接受益者，上海、深圳、北京成交持增，广州略有疲软。其中深圳涨幅显著，新房成交面积环比+83%，同比+135%。上海、北京新房成交面积环比分别增长19%、14%，同比分别增长21%、19%，但11月环比增幅较10月环比增幅均有放缓趋势。新政利好效应应逐城趋弱。广州新房成交面积环比-0.3%，环比-5%，随着前期购房的存量客户逐步释放完毕，成交出现疲软态势。2) 二线城市：11月新房成交面积环比+29.2%，同比+38.2%，同比增速由负转正，较上月提升了40.9pct；1-11月累计同比+27.1%。武汉、青岛、苏州、南京、济南等城市经历了前期深度调整，受益于新政利好和部分房企加强营销力度，成交量同环比均出现正增长；杭州、南宁、成都环比持增，但同比回落。3) 三四线城市：11月新房成交面积环比+13.2%，同比+5.1%，同比涨幅较上月收窄了19.5pct；1-11月累计同比+27.1%。三四线城市分化显著，江门、莆田新房成交面积同环比均正增长，金华环比正增长，韶关、佛山、柳州同环比正增长，其余城市同环比均下跌。
二手房：11月二手房成交同环比均保持正增长，但由于政策效果边际减弱，涨幅收窄。11月18城二手房成交面积环比+14.9%，同比+23.2%，同比涨幅较上月收窄了11.3pct，同比增速已连续6个月保持正增长。本月新政持续落地，二手房成交同环比均能保持正增长，不过由于政策效果边际减弱，同环比涨幅较10月有所收窄。1-11月18城累计二手房成交面积同比+3.7%。
从各城市能级来看，一线城市二手房成交同环比增速显著高于二、三四线城市。11月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为11.6%、17.9%、9.6%，同比增速分别为62.3%、10.6%、-7.4%，一、二线城市同比涨幅分别较上月收窄了10.6、15.5pct，三四线城市同比降幅较上月扩大了1.7pct；1-11月累计同比增速分别为16.8%、3.4%、-17.0%。具体城市而言，环比来看，多数城市11月二手房市场持续升温，除青岛、南宁、金华、韶关、扬州、池州、清远以外，其余我们跟踪的城市成交环比均回升。同比来看，多数城市成交规模普遍高于去年同期，特别是深圳同比+120%，北京、南宁、杭州、厦门、东莞、吉安、衢州同比涨幅也超过五成，但苏州、金华、韶关、池州、清远等城市成交表现依然显著弱于去年同期。
预期后市，我们认为，在低基数、政策效果持续释放、房企年末销售业绩冲刺等多重因素加持下，12月成交仍将有一小幅度修复。我们预计今年全年新房成交量或将实现同比正增长，而二手房成交量仍能保持正增长，韧性好于新房，市场份额占比同比仍将进一步提升。
库存与去化：库存规模与去化周期环比均下降。截至11月末，我们跟踪的12城新房库存面积环比-1.4%，同比-10.0%；整体去化周期15.8个月，环比-1.7个月，同比-1.1个月。一、二、三四线城市库存面积环比分别下降-1.3%、-2.1%、0.6%，同比增速分别为-7.8%、-47.5%、-19.0%。一、二、三四线城市去化周期分别为16.3、13.3、54.7个月，环比分别下降2.0、1.2、0.8个月。一、二线城市去化周期同比分别下降0.7、2.3个月，三四线城市同比增加12.2个月。具体来看，11月我们跟踪的所有城市中仅上海、杭州去化周期在12个月以内。
新房项目平均开盘去化率环比持续提升。根据克而端，重点城市11月平均开盘去化率为37%，同比+3pct，环比+7pct，环比+2pct，延续弱复苏走势。分城市来看，上海、深圳、成都、长沙、郑州、无锡、天津、苏州、杭州热度居前，11月去化率均在5成以上。除了上海之外，其余城市当月推盘量均保持在个位数，无锡、长沙仅为1-2个盘入市，仅靠优质项目的倾斜予以加快推盘节奏。而从成交趋势来看，1) 近半数城市去化率延续环比齐增态势；一类为新政直接利好型城市，例如上海、深圳；一类涨幅较为显著的长沙、郑州、苏州、无锡等主要由受益于供给结构持续优化，热盘入市对整体市场热度起到了显著支撑。2) 北京、广州、合肥、武汉、济南、昆明、佛山市场热度持续回落，同环比延续降势。值得注意的是，北京、广州，同为新政城市，但利好作用有限，去化率仅在10%以内，主要和推盘结构密切相关。
土地市场：11月成交规模、热度均上涨。11月全国成交土地建面环比+8.7%，同比+10.7%；楼面均价1729元/平，环比+21.3%，同比+26.5%；溢价率4.8%，环比+1.0pct，同比+1.1pct。单看住宅类用地，全国成交建面环比+30.6%，同比+7.8%；楼面均价3814元/平，环比+8.5%，同比+37.8%；溢价率4.9%，环比+1.5pct，同比+0.8pct。本月上海、杭州、成都等地优质地块实现了高溢价成交，此外还完成成都、西安等个别城市出现了房企高价竞拍拿地案例。从累计来看，1-11月全国成交土地建面同比+7.4%；成交总价264万亿元，同比+16.3%；楼面均价同比+9.8%；平均溢价率3.8%，同比+0.1pct。
房企：1) 销售：百强房企11月单月全口径销售同比由正转负。百强房企11月单月全口径销售3800亿元，同比-9.3%（前值：+5.4%）；1-11月销售额371亿元，同比-32.9%（前值：-34.8%）。TOP20房企中，11月单月销售额同比增长为正的有：保利置业（+72%）、华发（+40%）、中海（+31%）、华润（+7%）、中交（+1%）、1-11月累计同比增长为正的有：保利置业（+3%）、同比降幅较小的有：中海（-6%）、绿城（-12%）、中铁建（-14%）、华润（-20%）。2) 拿地：11月在重点城市上土带动下百强房企拿地金额大幅上涨。百强房企11月拿地金额环比+107.7%，同比+141.6%，拿地强度从10月的14%大幅提升至35%，同比+22pct。11月土地市场成交规模、热度均提升，上海、杭州、成都等地优质地块实现了高溢价成交。核心城市土拍带动11月百强房企拿地楼面均价达到23918元/平，同比+111.1%。具体来看，11月拿地较多的有中海（拿地金额205亿元，拿地强度68%）、华润（180亿元，70%）、越秀（143亿元，145%）、保利发展（108亿元，45%）、绿城（100亿元，55%）。集中在上海、北京等总价的核心城市，投资高度聚焦和集中。整体而言，虽然单月房企拿地投资强度回升，但整体土地投资仍然低迷，部分核心城市出现拿地回暖主要是由于优质地块的推动。从累计来看，百强房企1-11月拿地金额同比+34.6%；拿地强度23%，同比+2.4%。具体来看，11月华润、中海、华润国内销售规模大，分别为30、31.5、30亿元，平均发行利率分别2.37%、2.40%、2.51%。从到期规模来看，未来一年（2024年12月-2025年11月）国内外债到期规模为7687亿元（其中国内债5461亿元，海外债2226亿元），2025年3、6、7月到期小高峰，到期规模分别为972、913、922亿元。
3) 融资：11月行业融资规模同环比依然增长，但从绝对值来看，仍处于较低水平。11月房地产行业国内外债融资、信托、ABS发行规模合计433亿元，同比+60%，环比+67%，平均发行利率2.73%，同比-0.85pct，环比-0.25pct。1-11月累计发行规模合计4820亿元，同比+24%。具体来看，11月华润、中海、华润国内销售规模大，分别为30、31.5、30亿元，平均发行利率分别2.37%、2.40%、2.51%。从到期规模来看，未来一年（2024年12月-2025年11月）国内外债到期规模为7687亿元（其中国内债5461亿元，海外债2226亿元），2025年3、6、7月到期小高峰，到期规模分别为972、913、922亿元。
中央政策：旧改、收储相关政策预计加速落地，货币政策转向适度宽松。1) 10万亿元优质资源用于保障性住房建设；针对房地产市场健康发展，一方面提出加快推进保障性住房建设，另一方面提出正在研究专项债券发行，帮助地方去库存。此次通过增加债务额度，我们认为，一方面，可以支持地方特别是低线城市化解存量债务风险和清理拖欠企业账款等；另一方面，将增加在投资空间。此外，还提出支持房地产市场健康发展的相关政策，包括降低首付比例、降低购房成本、专项债券支持收购存量土地、新增土地储备，以收购存量商品房用作保障性住房方面，财政部正在配合相关部门研究制定政策细则，推动加快落地。2) 三部委优化多项房地产财税政策，财税支持政策加速落地。11月13日，财政部、税务总局、住建部发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》。其中，a) 契税：将现行政策的1%税率优惠的适用范围由90平提高至140平，并明确一线城市可以其他地区统一适用一套住房优惠。此次调整有利于刚需购房的释放，受益群体占比较高，尤其是对于一线城市二套房的利好幅度更大，更有针对性，能直接降低购房成本。更为重要的是体现了政府在财税政策上的让利意愿以及稳住房地产市场的决心。b) 增值税：若一线城市普通住宅与非普通住宅标准取消，将与全国其他地区统一，仅按照非限售区分。此次调整有利于刺激二手房市场流动性，彰显供需改善的释放，推动老旧小区成交量提升，间接对新房成交产生利好。c) 土增税：主要是降低土地增值税预征率的下限，以缓解房企现金流压力；未涉及税率计提标准的变化，仅针对后续可能取消普通住宅与非普通住宅标准的城市，维持原有的普通住宅优惠政策。我们认为，此时的住房交易税调整彰显了在当前市场情况下，政府继续房地产市场决心，再次明确了对于房地产的支持态度。此次下调契税的态度远远超过下调多少幅度更重要。我们认为，政府打开了愿意让利的口子，目前只是第一阶段的调整，后续仍有进一步宽松的可能，因此，市场不必对短期有的下压力度，而是更应该把重点放在“做”上。3) 两部发文，城中村改造货币化安置或将提速。11月15日住建部、财政部联合印发通知，城中村改造政策支持范围从最初的35个特大城市扩大到300个地级及以上城市，推进城中村改造货币化安置。城中村改造范围扩大主要是出于以下两大原因：1) 超特大城市城中村数量不多，推进规模不足200万套，扩展至地级及以上城市，推进规模也将大幅提升。2) 高能级城市城中村改造成本较高，各方参与旧改的意愿并不高，推进缓慢，低能级城市推进速度预计更快，落地效率更高。此外，本轮还明确了货币化安置的方式帮助专项工程的推进。因此，我们认为，2025年开始将进入旧改货币化时期，推进速度也将扩大，不过这一轮的货币化安置可能会包含大量的房。4) 专项债收购存量土地细则落地。11月11日，自然资源部发布《关于运用地方政府专项债券资金收购存量闲置土地的通知》，规定优先收购资金无主或无意愿继续开发、已供应未开工的住宅用地和商服用地，此项规定的落地基础条件：收回的土地原则上5年内不再供应用于房地产开发；资金来源通过地方专项债券发行带来的资金。我们认为，这意味着更多低成本的增量资金将进入市场，一方面，有助于房企缓解自身资金压力，或进一步改善土储结构；另一方面，收购存量闲置土地，有助于改善市场的供求关系。5) 政治局会议强调兜底兜牢民生底线，从“稳健”转向“适度宽松”，时隔14年首次重提，整体货币宽松态度和流动性有望进一步提升。我们预计，明年11FR和公众金融贷款率的下调空间更大。此外，会议还提及要加强超常规逆周期调节。我们预计，相机超常规工具使用频率也将有所提升。6) 中央会议提及“稳增长”中，体现了中央对稳增长的决心。9月政治局会议后，10月楼市成交显著出现上涨，但11月涨幅回落，为稳增长提供支撑，需求释放刺激有望持续介入、持续加码。7) 12月11日至12日中央经济工作会议召开，一方面，2025年要实现与财政政策更协调、提高财政赤字率、增加发行超长期特别国债、增加地方政府专项债券发行规模、适时降准降息等都是政策方向；另一方面，房地产相关表述提及有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。持续推动房地产市场止跌回稳，加大实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进存量商品房库存工作，推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度。“稳住房”目标明确，各项支持政策有望加速落地，旧改与收储将成为2025年房地产行业的主攻方向。
地方政策：地方政策方面，北京、上海、广州、深圳取消普通标准，优化相关税收政策，长沙取消限售，深圳、广州优化公积金政策，郑州、银川、广州发布国企收购商品房用作保障性住房公告。
板块收益：11月地产板块绝对收益0.5%，跑输沪深300 12个百分点，板块出现回调主要是因11月行业销售基本面表现不及10月，前期的政策效果边际减弱，市场对未来基本面走向存在分歧。
投资建议
当前行业方向向好趋势明确，政治局会议再明确“稳增长”主基调，围绕楼市供需两端、经济复苏的政策仍在持续发力过程中，且后续的政策更具针对性。我们认为，短期关注各项支持政策落地后基本面数据的修复情况以及修复效果的持续性，中长期关注旧改、收储等工作持续推进带来的行业机会，从标的来看，一方面，流动性安全、重仓高能级城市、产品力突出的房企更具β属性；另一方面，得益于政策、政策纾困、销售改善等多重逻辑下的行业反弹的标的具备更大的估值修复弹性。
风险提示：房地产行业调控升级；销售超预期下行；融资收紧。

相关研究报告

《何为“房屋养老金”？——关于房屋养老金制度的点评》（2024/8/28）

《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》（2024/8/16）

《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》（2024/8/16）

《住房“以旧换新”——一个被低估的方向》（2024/8/08）

《房地产行业2024年中期策略——下半年地产空间在哪？》（2024/7/30）

《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 11月新房二手房成交同环比均正增长，开盘去化率环比持续提升.....	6
1.1 新房：低基数+供应增加+新政持续落地利好延续，11月新房成交面积同环比仍能保持正增长.....	6
1.2 二手房：11月二手房成交同环比均保持正增长，但涨幅收窄.....	7
1.3 库存：库存规模与去化周期环比均下降；重点城市开盘去化率环比持续提升.....	8
2 土地市场：11月土地市场成交规模、热度均上涨.....	11
3 房企：百强单月销售同比由正转负，核心城市土拍带动下百强房企拿地金额大幅上涨.....	14
3.1 销售：百强房企11月单月全口径销售同比由正转负，累计降幅持续收窄.....	14
3.2 拿地：11月在重点城市土拍带动下百强房企拿地金额大幅上涨.....	15
3.3 房企融资与债券到期：11月房地产行业融资规模同环比虽然增长，但从绝对值来看，仍然较低.....	17
4 政策：旧改、收储相关政策预计加速落地，货币政策转向适度宽松..	19
5 11月地产板块小幅回调，前期政策效果边际减弱.....	22
6 投资建议.....	23
7 风险提示.....	24
8 附录.....	25

图表目录

图表 1. 11 月新房成交面积 1544.7 万平，环比上升 13.9%，同比上升 27.7%	6
图表 2. 11 月一、二、三四线新房成交面积环比增速分别为 14.1%、29.2%、-13.2%	6
图表 3. 11 月一、二、三四线新房成交面积同比增速分别为 25.5%、38.2%、5.1%	6
图表 4. 我们跟踪的城市中，北京、上海、深圳、武汉、青岛、苏州、南京、济南、江门、温州新房成交面积同环比均实现正增长	7
图表 5. 11 月 18 城二手房成交面积 969.3 万平，环比上升 14.9%，同比上升 23.2%	7
图表 6. 11 月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为 11.6%、17.9%、9.6%	7
图表 7. 11 月一、二、三四线城市二手房成交面积同比增速分别为 62.3%、10.6%、-7.4%	8
图表 8. 11 月我们跟踪的重点城市中，多数一二线城市二手房成交面积同环比正增长，超过半数三四线城市同环比均下跌	8
图表 9. 截至 2024 年 11 月末，12 个城市新房库存面积为	8
8858.7 万平，环比下降 1.4%，同比下降 10.0%	8
图表 10. 截至 2024 年 11 月末，一、二、三四线城市库存面积环比增速分别为 -1.3%、-2.1%、0.6%	8
图表 11. 截至 2024 年 11 月末，一、二、三四线城市库存面积同比增速分别为 -7.8%、-17.5%、19.0%	9
图表 12. 截至 2024 年 11 月末，12 个城市整体新房库存面积去化周期为 15.8 个月，环比下降 1.7 个月，同比下降 1.1 个月	9
图表 13. 截至 2024 年 11 月末，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为 16.3、13.3、54.7 个月	9
图表 14. 截至 2024 年 11 月末，一、二、三四线城市环比分别下降 2.0、1.2、0.8 个月	9
图表 15. 截至 11 月末，一、二线城市同比分别下降 0.7、2.3 个月，三四线城市同比增加 12.2 个月	9
图表 16. 截至 11 月底，仅上海、杭州去化周期在 12 个月以内	9
图表 17. 11 月重点城市平均开盘去化率为 37%，环比提升 7 个百分点	10
图表 18. 11 月全国成交土地规划总建筑面积为 2.73 亿平，环比上升 8.7%，同比上升 10.7%	11
图表 19. 11 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为 -41.2%、16.0%、5.4%	11
图表 20. 11 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积同比增速分别为 -31.8%、12.5%、18.0%	11
图表 21. 11 月全国住宅类成交土地建面 9428.3 万平，环比上升 30.6%，同比上升 7.8%	11
图表 22. 11 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为 1.8%、	

38.9%、25.8%	11
图表 23.11 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面同比增速分别为 633.7%、8.1%、26.3%	11
图表 24.11 月全国成交土地平均楼面价 1729 元/平，环比上升 21.3%，同比上升 26.5%	12
图表 25.11 月平均土地溢价率为 4.8%，较上月上升了 1.0 个百分点，较 2023 年同期上升了 1.1 个百分点	12
图表 26.11 月一、二、三线城市成交土地楼面均价环比增速分别为 164.8%、34.2%、12.8%	13
图表 27.11 月一、二、三线城市成交土地楼面价同比增速分别为 881.3%、18.9%、9.3%	13
图表 28.11 月一、二、三线城市成交土地平均溢价率分别为 13.2%、3.6%、3.2%	13
图表 29.11 月全国住宅类用地成交土地平均楼面价为 3814 元/平，环比上升 8.5%，同比上升 37.8%	13
图表 30.11 月全国住宅类用地平均溢价率为 4.9%，环比上升 1.5 个百分点，较去年同期上升 0.8 个百分点	13
图表 31.11 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 65.7%、21.1%、1.0%	13
图表 32.11 月一、二、三线城市住宅类用地成交土地平均楼面价同比增速分别为 127.1%、21.5%、8.8%	13
图表 33.11 月一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 13.0%、4.0%、2.3%	13
图表 34.百强房企 11 月单月权益口径 3860 亿元，同比下降 9.3%	14
图表 35.11 月 CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径销售额增速分别为 -3.1%、-5.5%、-4.8%、-2.7%	14
图表 36.11 月各梯队单月销售同比均由正转负	14
图表 37.TOP20 房企中，11 月单月销售额同比增速为正的房企有：保利置业 (+72%)、华发股份 (+46%)、中海地产 (+31%)、华润置地 (+7%)、中交房地产 (+1%)	15
图表 38.百强房企 11 月单月全口径拿地金额同比大幅增长 141.6%	15
图表 39.11 月百强房企拿地强度为 35%，环比提升了 21 个百分点	15
图表 40.11 月涉及土地投资较多的主流房企有：中海地产、华润置地、越秀地产、保利发展、绿城中国	16
图表 41.1-11 月拿地金额超过 200 亿元的企业有：保利发展、绿城中国、越秀地产、华润置地、建发国际、中海地产、滨江集团、中建壹品、招商蛇口	16
图表 42.2024 年 11 月房地产行业国内外债券、信托、ABS 发行规模合计 433 亿元，同比增长 9%，环比增长 67%	17
图表 43.2024 年 11 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 2.73%，同比下降 0.85 个百分点，环比下降 0.25 个百分点	17
图表 44.11 月华润置地、中华企业、中海地产发行国内债券规模较大，分别为 50、31.5、30 亿元，平均发行利率分别 2.37%、2.40%、2.51%	17
图表 45.未来一年（2024 年 12 月-2025 年 11 月）国内外债券到期规模为 7687 亿	

元（其中国内债券 5461 亿元，海外债券 2226 亿元）	18
图表 46. 房地产行业 11 月绝对收益为-0.5%	22
图表 47. 房地产行业 11 月相对沪深 300 收益为-1.2%	22
图表 48. 城市数据选取清单	25

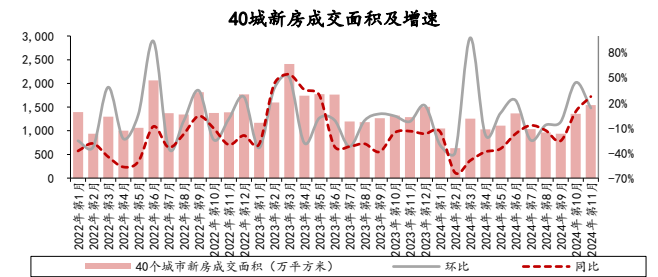
1 11月新房二手房成交同环比均正增长，开盘去化率环比持续提升

1.1 新房：低基数+供应增加+新政持续落地利好延续，11月新房成交面积同环比仍能保持正增长

低基数+供应增加+新政持续落地利好延续，11月新房成交面积同环比仍能保持正增长。11月40城新房成交面积1544.7万平，环比上升13.9%，同比上升27.7%，同比涨幅较上月扩大了17.9个百分点，主要得益于1) 基数较低；2) 供应增加，根据克而瑞，30个重点城市11月新增供应环比上升35%；3) 得益于新政持续落地，利好延续。1-11月40城累计新房成交面积1.23亿平，同比下降24.4%。

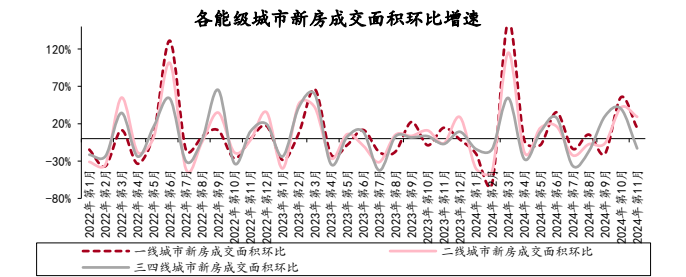
从各能级城市来看，一线城市是新政直接受益者，京沪深成交同环比均出现正增长；二、三四线城市成交累计同比降幅明显大于一线城市。1) 一线城市：11月新房成交面积388.2万平，环比上升14.1%，同比上升25.5%，同比涨幅较上月收窄了0.5个百分点；1-11月累计新房成交面积2838.9万平，累计同比下降16.7%。一线城市是新政直接受益者，上海、深圳、北京成交持增，广州略显疲软。其中深圳涨幅显著，新房成交面积环比增长83%，同比增长135%。上海、北京新房成交面积环比分别增长1%、14%，同比分别增长21%、19%，同环比虽然持续增长，但11月环比增幅较10月环比增幅均有放缓趋势，新政利好效应有递减趋势。广州新房成交面积同比下降0.3%，环比下降5%，随着前期欲购房的存量客户逐步释放完毕，成交出现疲软态势。2) 二线城市11月新房成交面积837.3万平，环比上升29.2%，同比上升38.2%，同比增速由负转正，较上月提升了40.9个百分点；1-11月累计新房成交面积6165.0万平，累计同比下降27.1%。武汉、青岛、苏州、南京、济南等城市经历了前期深度调整，受益于新政利好和部分房企加强营销力度，成交量同环比均出现正增长；杭州、南宁、成都环比持增，但同比回落。3) 三四线城市11月新房成交面积319.1万平，环比下降13.2%，同比上升5.1%，同比涨幅较上月收窄了19.5个百分点；1-11月累计新房成交面积3274.2万平，累计同比下降27.1%。三四线城市分化显著，江门、莆田新房成交面积同环比均正增长，金华环比正增长，韶关、佛山、扬州同比正增长，其余城市同环比均下跌。

图表 1. 11月新房成交面积1544.7万平，环比上升13.9%，同比上升27.7%



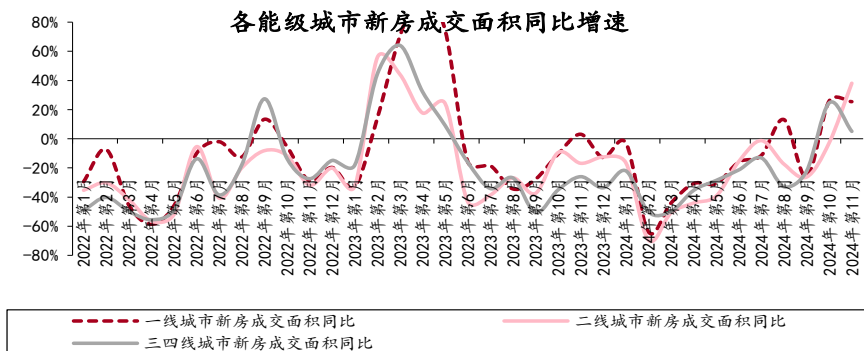
资料来源：同花顺，中银证券

图表 2. 11月一、二、三四线新房成交面积环比增速分别为14.1%、29.2%、-13.2%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 3. 11月一、二、三四线新房成交面积同比增速分别为25.5%、38.2%、5.1%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 4. 我们跟踪的城市中，北京、上海、深圳、武汉、青岛、苏州、南京、济南、江门、温州新房成交面积同环比均实现正增长

2024年11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	60	1%	21%	三四线	金华	18	82%	-15%
	上海	124	14%	19%		江门	11	4%	54%
	广州	119	-5%	-0.3%		韶关	6	-17%	22%
	深圳	85	83%	135%		佛山	56	-28%	40%
	合计	388	14%	25%		莆田	5	10%	131%
二线	南宁	47	13%	-24%		泰安	9	-20%	-13%
	杭州	87	24%	-2%		温州	40	7%	32%
	武汉	190	53%	198%		扬州	12	-22%	14%
	青岛	132	12%	14%		惠州	44	-7%	-9%
	苏州	52	11%	26%		合计	319	-13%	5%
	福州	20	-1%	122%					
	成都	148	55%	-15%					
	宁波	42	-15%	24%					
	南京	58	38%	54%					
	济南	60	55%	29%					
合计	837	29%	38%						

资料来源: 同花顺, 中银证券

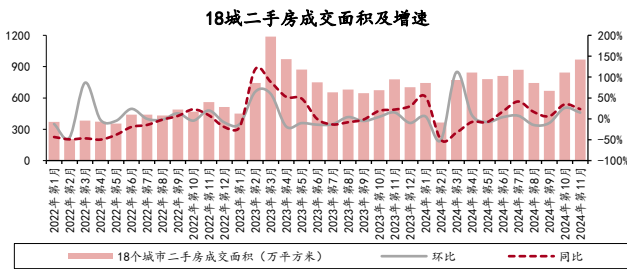
1.2 二手房: 11月二手房成交同环比均保持正增长, 但涨幅收窄

11月二手房成交同环比均保持正增长, 但由于政策效果边际减弱, 涨幅收窄。11月18城二手房成交面积969.3万平, 环比上升14.9%, 同比上升23.2%, 同比涨幅较上月收窄了11.3个百分点, 同比增速已经连续6个月保持正增长。本月新政持续落地, 二手房成交同环比均能保持正增长, 不过由于政策效果边际减弱, 同环比涨幅均较10月有所收窄。1-11月18城累计二手房成交面积8412.3万平, 同比增长3.7%。

从各城市能级来看, 一线城市二手房成交同比增速显著高于二、三四线城市。11月一、二、三四线城市二手房成交面积分别为235.9、576.8、157.1万平, 环比增速分别为11.6%、17.9%、9.6%, 同比增速分别为62.3%、10.6%、-7.4%, 一、二线城市同比涨幅分别较上月收窄了10.6、15.5个百分点, 三四线城市同比降幅较上月扩大了1.7个百分点。一、二、三四线城市1-11月二手房成交累计同比增速分别为16.8%、3.4%、-17.0%。具体城市而言, 环比来看, 一系列政策刺激下, 多数城市11月二手房市场持续升温, 除青岛、南宁、金华、韶关、扬州、池州、清远以外, 其余我们跟踪的城市成交环比均回升。同比来看, 我们跟踪的城市成交规模普遍高于去年同期, 特别是深圳同比增长120%, 北京、南宁、杭州、厦门、东莞、吉安、衢州同比涨幅也超过五成。但苏州、金华、韶关、池州、清远等城市成交表现依然显著弱于去年同期。

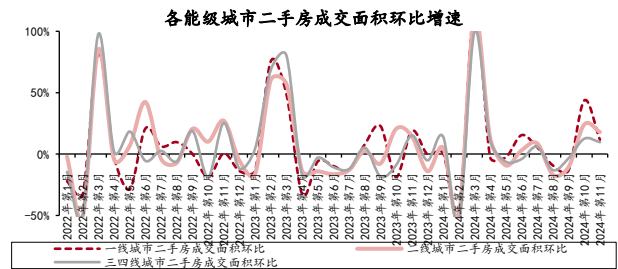
预判后市, 我们认为, 在低基数、政策效果持续释放、房企年末销售业绩冲刺等多重因素加持下, 12月成交仍将有小幅修复。我们预计今年全年新房成交量或将有双位数的下滑, 而二手房成交量仍能保持正增长, 韧性好于新房, 市场份额占比预计将进一步增长。

图表 5. 11月18城二手房成交面积969.3万平, 环比上升14.9%, 同比上升23.2%



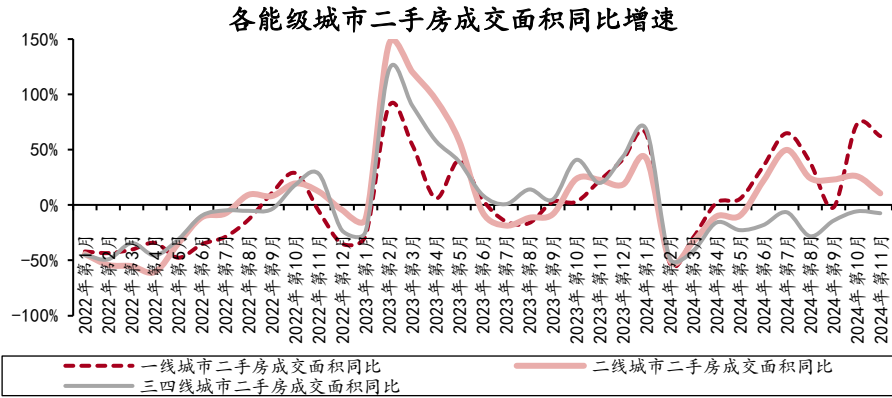
资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 6. 11月一、二、三四线城市二手房成交面积环比增速分别为11.6%、17.9%、9.6%



资料来源: 同花顺, 中银证券

图表 7.11月一、二、三四线城市二手房成交面积同比增速分别为 62.3%、10.6%、-7.4%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 8.11月我们跟踪的重点城市中，多数一二线城市二手房成交面积同环比正增长，超过半数三四线城市同环比均下跌

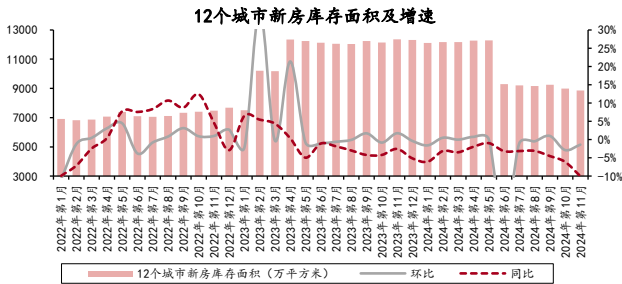
2024年11月全国重点城市二手房成交面积 (单位: 万平)									
能级	城市	成交面积	环比	同比	能级	城市	成交面积	环比	同比
一线	北京	167	10%	46%	三四线	东莞	31	16%	43%
	深圳	69	17%	120%		金华	10	-17%	-9%
	合计	236	12%	62%		韶关	9	-1%	-28%
二线	杭州	93	20%	39%		吉安	4	489%	82%
	青岛	62	-0.01%	26%		扬州	14	-0.3%	12%
	苏州	52	11%	-13%		池州	2	-17%	-17%
	厦门	23	18%	39%		清远	21	-2%	-20%
	南宁	34	-5%	58%		衢州	6	13%	73%
	成都	245	31%	31%		合计	157	10%	-7%
合计	576	18%	11%	总计		969	15%	23%	

资料来源：同花顺，中银证券

1.3 库存：库存规模与去化周期环比均下降；重点城市开盘去化率环比持续提升

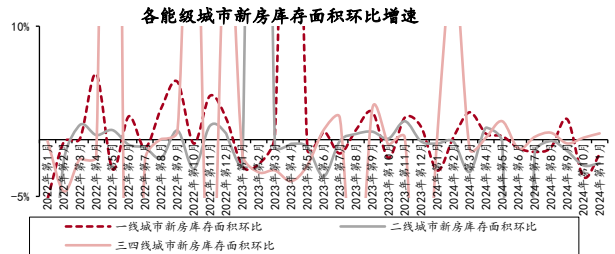
库存规模与去化周期环比均下降。截至 2024 年 11 月末，我们跟踪的 12 城新房库存面积为 8858.7 万平，环比下降 1.4%，同比下降 10.0%；整体去化周期为 15.8 个月，环比下降 1.7 个月，同比下降 1.1 个月。一、二、三四线城市库存面积环比增速分别为 -1.3%、-2.1%、0.6%，同比增速分别为 -7.8%、-17.5%、19.0%。一、二、三四线城市去化周期分别为 16.3、13.3、54.7 个月，环比分别下降 2.0、1.2、0.8 个月，一、二线城市去化周期同比分别下降 0.7、2.3 个月，三四线城市同比增加 12.2 个月。具体来看，11 月我们跟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 11 月末，12 个城市新房库存面积为 8858.7 万平，环比下降 1.4%，同比下降 10.0%



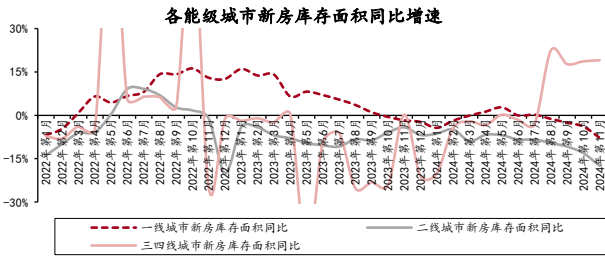
资料来源：同花顺，中银证券

图表 10.截至 2024 年 11 月末，一、二、三四线城市库存面积环比增速分别为 -1.3%、-2.1%、0.6%



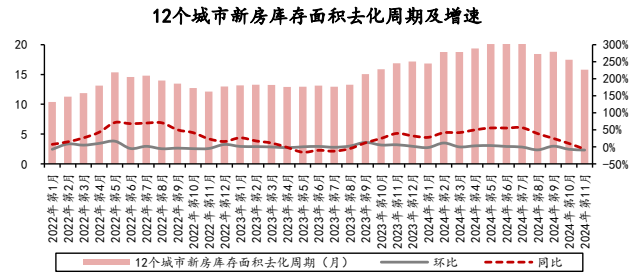
资料来源：同花顺，中银证券

图表 11.截至 2024 年 11 月末，一、二、三四线城市库存面积同比增速分别为-7.8%、-17.5%、19.0%



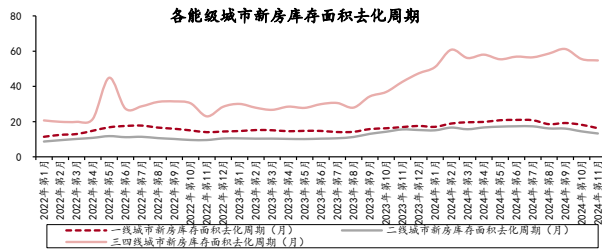
资料来源：同花顺，中银证券

图表 12.截至 2024 年 11 月末，12 个城市整体新房库存面积去化周期为 15.8 个月，环比下降 1.7 个月，同比下降 1.1 个月



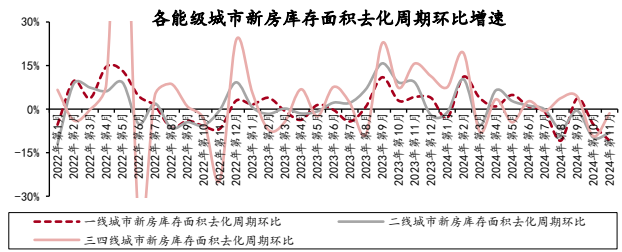
资料来源：同花顺，中银证券

图表 13.截至 2024 年 11 月末，一、二、三四线城市新房库存面积去化周期分别为 16.3、13.3、54.7 个月



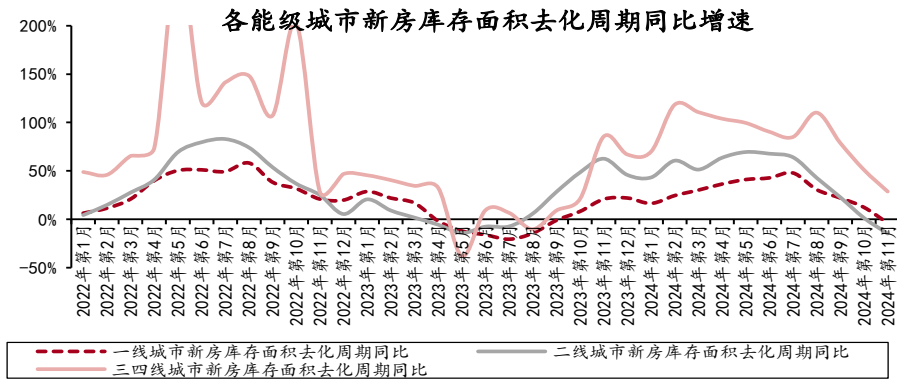
资料来源：同花顺，中银证券

图表 14.截至 2024 年 11 月末，一、二、三四线城市环比分别下降 2.0、1.2、0.8 个月



资料来源：同花顺，中银证券

图表 15.截至 11 月末，一、二线城市同比分别下降 0.7、2.3 个月，三四线城市同比增加 12.2 个月



资料来源：同花顺，中银证券

图表 16.截至 11 月底，仅上海、杭州去化周期在 12 个月以内

2024年11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	793	-2%	11%	7.5	-7%	20%
	北京	2269	-2%	-8%	27.0	-9%	2%
	深圳	736	-1%	-22%	16.9	-24%	-37%
二线	杭州	548	-6%	-18%	7.8	-12%	-8%
	苏州	637	-3%	-9%	16.8	-14%	2%
	宁波	724	1%	-13%	17.9	0.3%	-21%
三四线	福州	277	-0.5%	-38%	17.6	-9%	-54%
	韶关	238	0.2%	7%	44.4	4.5%	4%
	莆田	199	1%	38%	75.9	-14%	79%

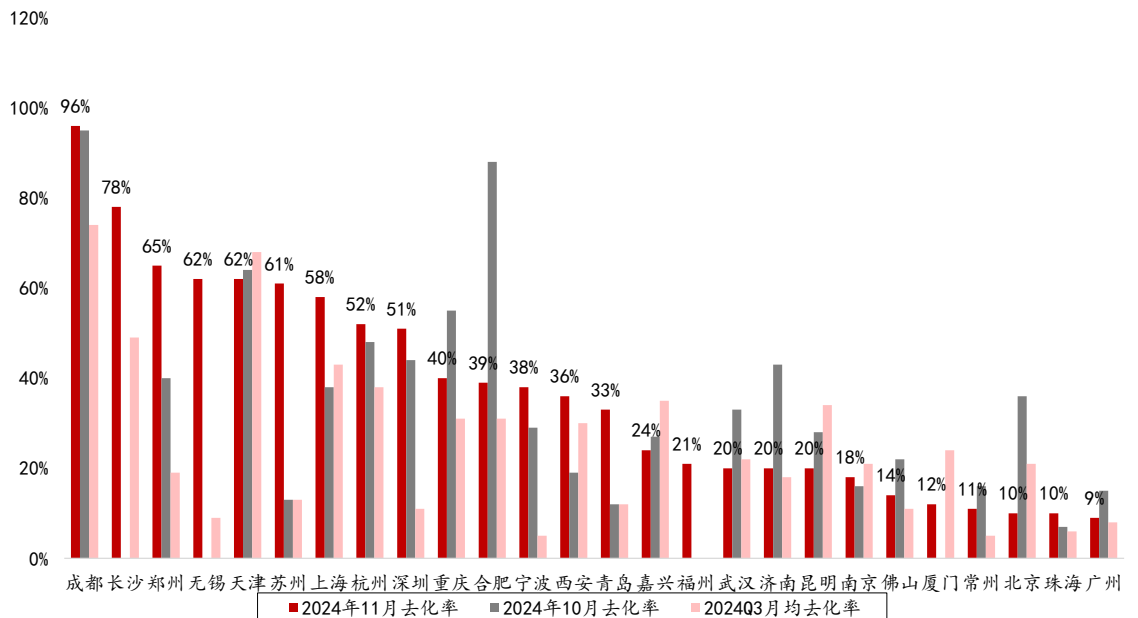
资料来源：同花顺，中银证券

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。

新房项目平均开盘去化率环比提升 7 个百分点至 37%。根据克而瑞，11 月房企推盘积极性与 10 月持平，推盘量延续高位，26 个重点城市 11 月首开和加推共计 249 次，环比微增 3%。市场热度稳中有增，重点城市 11 月平均开盘去化率为 37%，同比提升 3 个百分点，环比提升 7 个百分点，和三季度相比提升 12 个百分点，延续弱复苏走势。分城市来看，上海、深圳、成都、长沙、郑州、无锡、天津、苏州、杭州热度居前，11 月去化率均在 5 成以上。除了上海之外，其余城市当月推盘量均保持在个位数，无锡、长沙仅为 1-2 个盘入市，仅素质较好的盘倾向于加快推盘节奏。而从变化趋势来看，1) 近半数城市去化率延续同环比齐增态势；一类为新政直接利好型城市，例如上海、深圳；另一类涨幅较为显著的长沙、郑州、苏州、无锡等主要得益于供给结构持续优化，热盘入市对整体市场热度起到了显著支撑。2) 北京、广州、合肥、武汉、济南、昆明、佛山市场热度稳步回落，同环比延续降势。值得注意的是，北京、广州，同为新政城市，但利好作用有限，去化率跌至 10% 以内，主要和推盘结构密切相关。

图表 17. 11 月重点城市平均开盘去化率为 37%，环比提升 7 个百分点

重点城市平均去化率

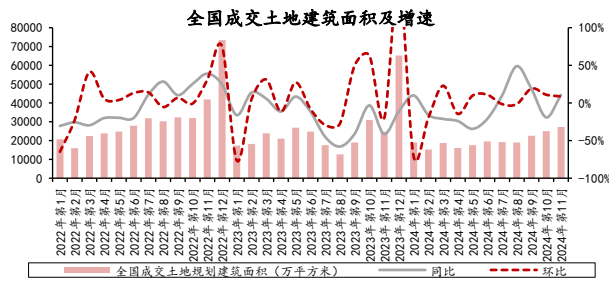


资料来源：克而瑞，中银证券

2 土地市场：11 月土地市场成交规模、热度均上涨

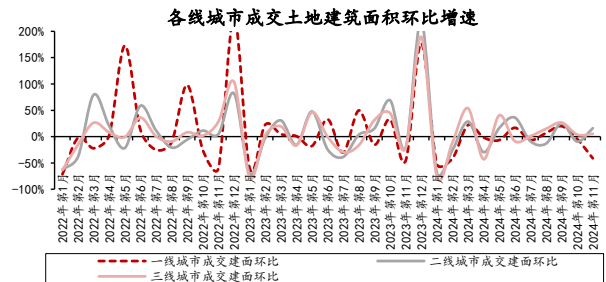
11 月土地市场成交规模回升。11 月全国（300 城）成交土地规划总建筑面积为 2.73 亿平，环比上升 8.7%，同比上升 10.7%，同比增速较上月上升了 29.8 个百分点。一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为-41.2%、16.0%、5.4%，同比增速分别为-31.8%、12.5%、18.0%。单看住宅用地，全国住宅类成交土地建面 9428.3 万平，环比上升 30.6%，同比上升 7.8%，同比由负转正，同比增速提升了 25.8 个百分点。一线城市住宅类土地成交建面环比上升 1.8%，同比上升 633.7%；二线城市环比上升 38.9%，同比上升 8.1%；三线城市环比上升 25.8%，同比上升 26.3%。

图表 18.11 月全国成交土地规划总建筑面积为 2.73 亿平，环比上升 8.7%，同比上升 10.7%



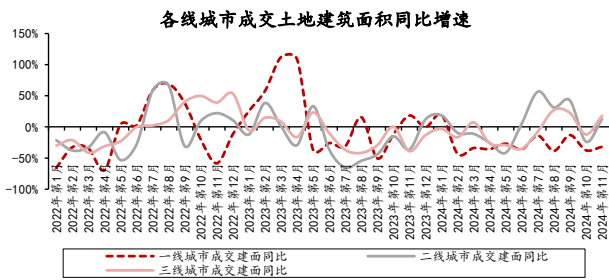
资料来源：Wind，中银证券

图表 19.11 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积环比增速分别为-41.2%、16.0%、5.4%



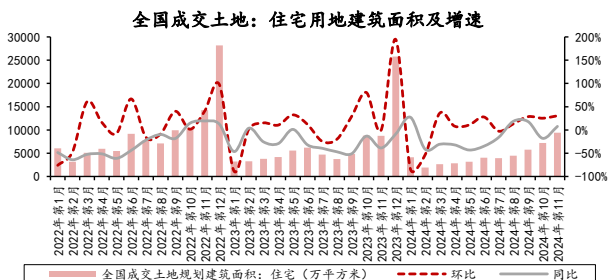
资料来源：Wind，中银证券

图表 20.11 月一、二、三线城市成交土地规划建筑面积同比增速分别为-31.8%、12.5%、18.0%



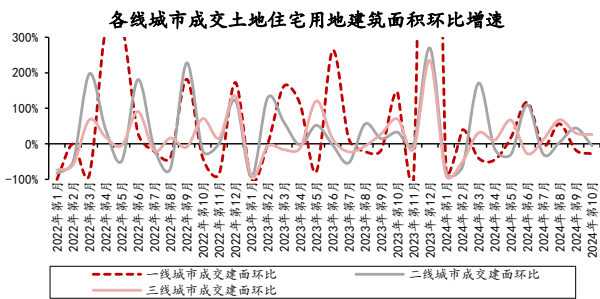
资料来源：Wind，中银证券

图表 21.11 月全国住宅类成交土地建面 9428.3 万平，环比上升 30.6%，同比上升 7.8%



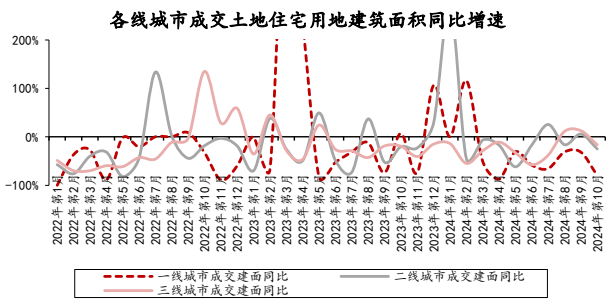
资料来源：Wind，中银证券

图表 22.11 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面环比增速分别为 1.8%、38.9%、25.8%



资料来源：Wind，中银证券

图表 23.11 月一、二、三线城市住宅类土地成交建面同比增速分别为 633.7%、8.1%、26.3%



资料来源：Wind，中银证券

从市场热度来看，上海、杭州、成都等地优质地块实现了高溢价成交，此外还在成都、西安等个别城市出现了民企高溢价投资拿地的个例。

从全类型土地来看，11月全国（300城）成交土地平均楼面价 1729 元/平，环比上升 21.3%，同比上升 26.5%；平均土地溢价率为 4.8%，较上月上升了 1.0 个百分点，较 2023 年同期上升了 1.1 个百分点。一、二、三线城市成交土地楼面均价分别 20716、2933、1894 元/平，环比增速分别为 164.8%、34.2%、12.8%，同比增速分别为 881.3%、18.9%、9.3%；平均溢价率分别为 13.2%、3.6%、3.2%，其中一线城市环比上升 13.0 个百分点，同比上升 13.2 个百分点；二线城市环比上升 1.1 个百分点，同比下降 1.8 个百分点；三线城市环比下降 2.4 个百分点，同比上升 0.3 个百分点。

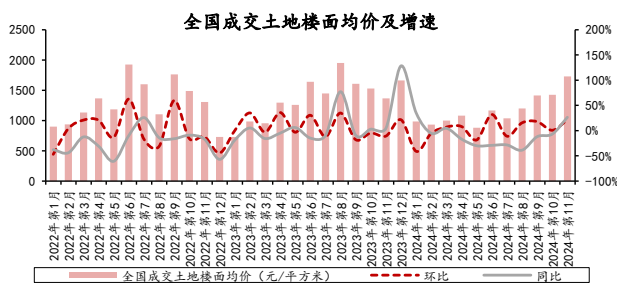
从住宅类用地来看，全国（300城）住宅类用地成交平均楼面价为 3814 元/平，环比上升 8.5%，同比上升 37.8%。本月全国住宅类用地平均溢价率为 4.9%，环比上升 1.5 个百分点，较去年同期上升 0.8 个百分点。一、二、三线城市住宅类用地平均楼面价为 51870、7205、3974 元/平，环比增速分别为 65.7%、21.1%、1.0%，同比增速分别为 127.1%、21.5%、8.8%；土地溢价率分别为 13.0%、4.0%、2.3%，其中，一线城市环比上升 12.8 个百分点，同比上升 13.0 个百分点；二线城市环比上升 1.0 个百分点，同比下降 2.0 个百分点；三线城市环比下降 1.5 个百分点，同比下降 0.2 个百分点。

具体来看，各地土拍表现依旧分化。1) 一线城市：北京成交总建面 22 万平，共 128 亿元，其中海淀区上地板块两宗宅地均达到溢价率上限。上海月末的第七轮土拍更是赢得了多家房企关注，其中浦东杨思地块经过 191 轮竞价，由华润、中能建、越秀联合体竞得，溢价率 40.4%，创下了上海取消土拍限价以来的溢价率新高。2) 二线城市：福州成交地块 32 幅，成交建面 165 万平，总价 160 亿元，平均溢价率 0.7%。成都成交建面 155 万平，成交总价 96 亿元，平均溢价率 12.8%。西安成交建面 140 万平，成交总价 68 亿元，平均溢价率 6.9%。本月成都、西安、杭州等地成交了多宗高溢价地块，如成都高新南区地块拍出了 46% 的溢价率，2.63 万元/平的楼面均价也刷新了板块纪录。

全类型土地累计成交情况来看，1-11 月全国土地成交总价同比下降 17%，土地溢价率同比下降。1-11 月全国（300城）成交土地规划总建面 21.9 亿平，同比下降 7.4%；成交总价 2.64 万亿元，同比下降 16.5%；楼面均价 1207 元/平，同比下降 9.8%；平均溢价率 3.8%，同比下降 0.7 个百分点。一、二、三线城市累计土地成交建面分别为 0.5 亿平、3.6 亿平、7.4 亿平，同比增速分别为 -28.0%、-0.7%、-6.8%；累计成交总价分别为 3835、7540、8513 亿元，同比增速分别为 -28.9%、-18.8%、-11.7%；平均土地溢价率分别为 5.3%、4.0%、3.4%，一线城市同比提升 0.2 个百分点，二、三线城市同比分别下降 0.6、0.1 个百分点。

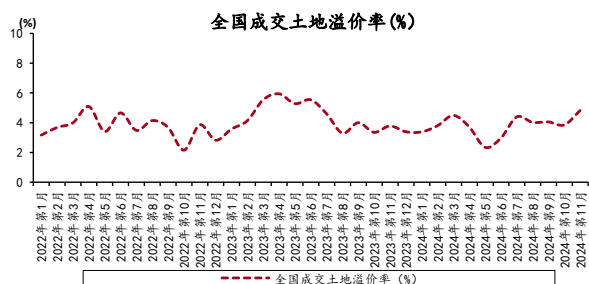
住宅土地累计成交情况来看，2024 年 1-11 月全国住宅类用地土地成交总价同比下降超过两成，土地溢价率同比下降。1-11 月全国（300城）住宅类用地成交土地规划总建面 5.0 亿平，同比下降 13.3%；成交总价 1.8 万亿元，同比下降 23.1%；楼面均价 3668 元/平，同比下降 11.3%；平均溢价率 4.2%，同比下降 1.42 个百分点。一、二、三线城市 1-11 月累计住宅类用地土地成交建面分别为 1027.3、8724.5、15279.3 万平，同比增速分别为 -45.5%、-9.4%、-14.7%；累计住宅类用地成交总价分别为 3262.4、5863.6、5375.1 亿元，同比增速分别为 -29.0%、-26.1%、-18.9%；平均土地溢价率分别为 6.2%、4.9%、2.6%，同比分别下降 0.1、0.4、1.3 个百分点。

图表 24. 11 月全国成交土地平均楼面价 1729 元/平，环比上升 21.3%，同比上升 26.5%



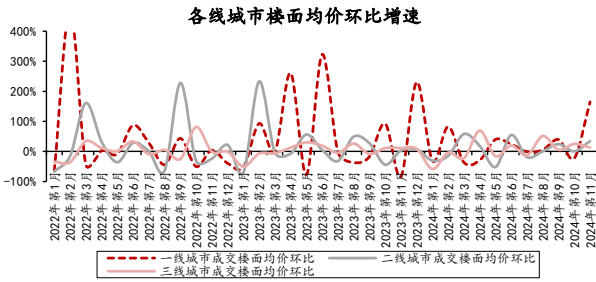
资料来源: Wind, 中银证券

图表 25. 11 月平均土地溢价率为 4.8%，较上月上升了 1.0 个百分点，较 2023 年同期上升了 1.1 个百分点



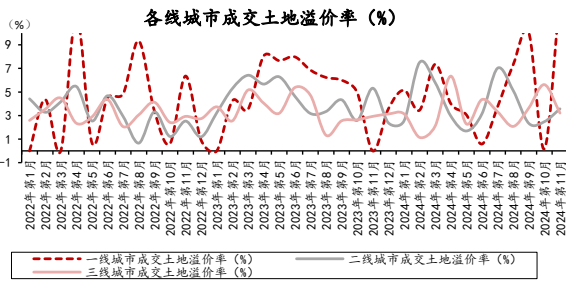
资料来源: Wind, 中银证券

图表 26. 11月一、二、三线城市成交土地楼面均价环比增速分别为 164.8%、34.2%、12.8%



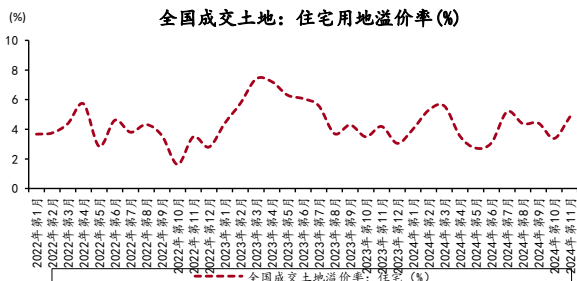
资料来源: Wind, 中银证券

图表 28. 11月一、二、三线城市成交土地平均溢价率分别为 13.2%、3.6%、3.2%



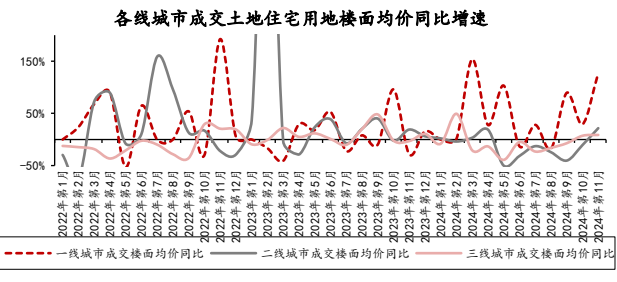
资料来源: Wind, 中银证券

图表 30. 11月全国住宅类用地平均溢价率为 4.9%，环比上升 1.5 个百分点，较去年同期上升 0.8 个百分点



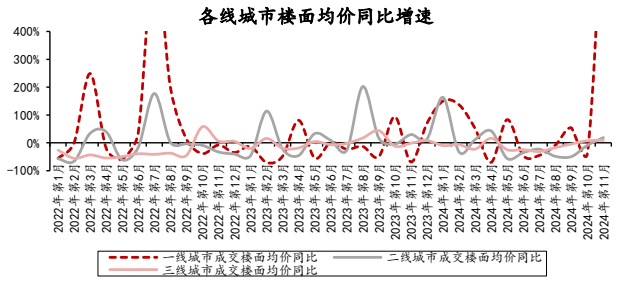
资料来源: Wind, 中银证券

图表 32. 11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 127.1%、21.5%、8.8%



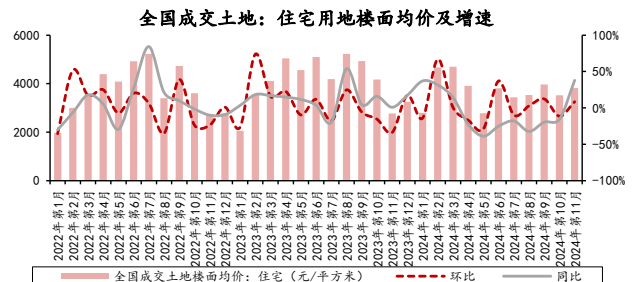
资料来源: Wind, 中银证券

图表 27. 11月一、二、三线城市成交土地楼面价同比增速分别为 881.3%、18.9%、9.3%



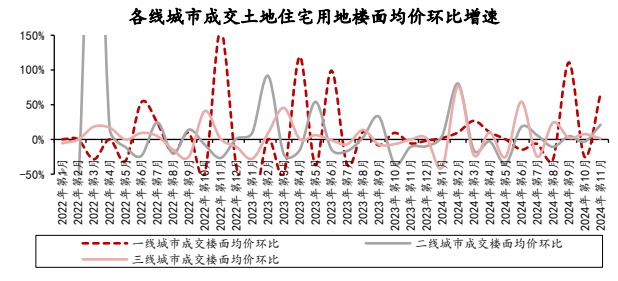
资料来源: Wind, 中银证券

图表 29. 11月全国住宅类用地成交土地平均楼面价为 3814 元/平，环比上升 8.5%，同比上升 37.8%



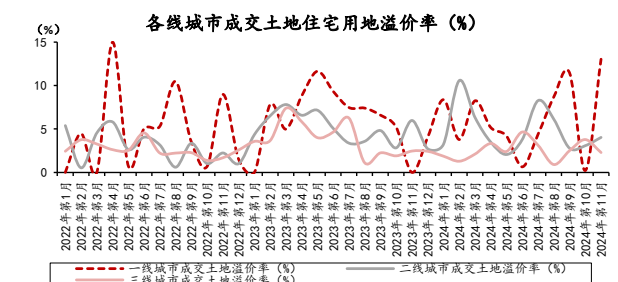
资料来源: Wind, 中银证券

图表 31. 11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 65.7%、21.1%、1.0%



资料来源: Wind, 中银证券

图表 33. 11月一、二、三线城市住宅类用地平均土地溢价率分别为 13.0%、4.0%、2.3%



资料来源: Wind, 中银证券

3 房企：百强单月销售同比由正转负，核心城市土拍带动下百强房企拿地金额大幅上涨

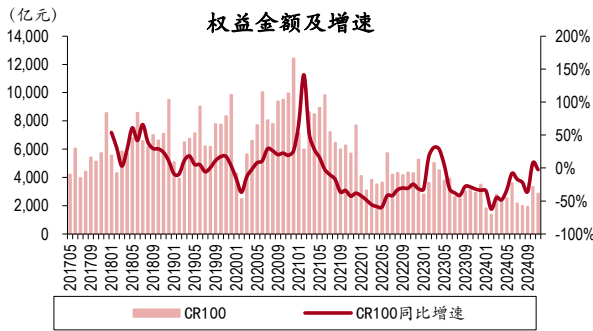
3.1 销售：百强房企 11 月单月全口径销售同比由正转负，累计降幅持续收窄

百强房企 11 月单月全口径销售同比由正转负，累计降幅持续收窄。百强房企 11 月单月实现全口径销售额 3860 亿元，同比下降 9.3%（前值：+5.4%）；权益口径 2851 亿元，同比下降 2.5%（前值：+7.7%）。百强房企 1-11 月全口径销售额 3.71 万亿元，同比下降 32.9%（前值：-34.8%）；权益口径销售额 2.72 万亿元，同比下降 30.0%（前值：-32.2%）。

各梯队单月销售同比均由正转负。CR5、CR10、CR20、CR50 单月全口径销售额增速分别为-8.4%、-10.4%、-12.3%、-8.8%，同比增速分别下降了 21.1、20.5、20.2、15.3 个百分点；权益口径销售额增速分别为-3.1%、-5.5%、-4.8%、-2.7%，同比增速分别下降了 26.8、22.3、16.7、11.7 个百分点。

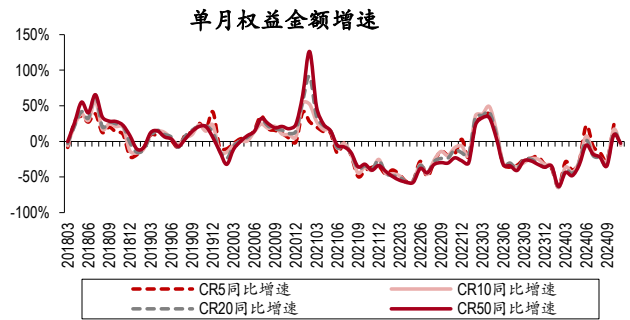
TOP20 房企中，11 月单月销售额同比增速为正的房企有：保利置业（+72%）、华发股份（+46%）、中海地产（+31%）、华润置地（+7%）、中交房地产（+1%）。1-11 月累计销售额同比增速为正的房企有：保利置业（+3%）；同比降幅较小的房企有：中海地产（-6%）、绿城中国（-12%）、中国铁建（-14%）、华润置地（-20%）。

图表 34. 百强房企 11 月单月权益口径 3860 亿元，同比下降 9.3%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 35. 11 月 CR5、CR10、CR20、CR50 单月权益口径销售额增速分别为-3.1%、-5.5%、-4.8%、-2.7%



资料来源：克而瑞，中银证券

图表 36. 11 月各梯队单月销售同比均由正转负

房企梯队	单月全口径销售 (亿元)			单月全口径销售增速		
	2023 年 11 月	2024 年 10 月	2024 年 11 月	2023 年 11 月	2024 年 10 月	2024 年 11 月
CR5	1335	1580	1223	-13.7%	12.7%	-8.4%
CR10	2121	2300	1900	-19.9%	10.1%	-10.4%
CR20	2916	3118	2558	-26.2%	7.9%	-12.3%
CR50	3747	4108	3418	-30.6%	6.5%	-8.8%
CR100	4255	4577	3860	-29.5%	5.4%	-9.3%
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 11 月	2024 年 10 月	2024 年 11 月	2023 年 11 月	2024 年 10 月	2024 年 11 月
CR5	929	1233	901	-21.0%	23.7%	-3.1%
CR10	1465	1740	1384	-24.9%	16.7%	-5.5%
CR20	1974	2275	1880	-31.2%	11.9%	-4.8%
CR50	2597	2990	2526	-32.2%	8.9%	-2.7%
CR100	2924	3331	2851	-32.1%	7.7%	-2.5%

资料来源：克而瑞，中银证券

图表 37. TOP20 房企中，11 月单月销售额同比增速为正的房企有：保利置业 (+72%)、华发股份 (+46%)、中海地产 (+31%)、华润置地 (+7%)、中交房地产 (+1%)

销售排名	公司	2024年1-11月全口径金额	同比	2024年11月全口径金额	同比	2023年全口径销售金额月均值	2024年10月全口径金额	同比	2024年11月权益金额	同比	2024年10月权益金额	同比	2024年11月全口径面积	同比	2024年10月全口径面积	同比
1	保利发展	3080	↓ -22.9%	240	↓ -23.3%	352	419	16.0%	189	↓ -12.1%	330	39.3%	119	↓ -29.3%	243	11.6%
2	中海地产	2704	↓ -5.8%	300	↑ 30.8%	258	416	65.9%	270	↓ 30.8%	374	65.9%	130	↓ 31.2%	154	84.1%
3	华润置地	2291	↓ -19.9%	258	↑ 6.6%	256	310	12.7%	157	↓ 3.4%	227	14.5%	119	↑ 14.3%	124	6.5%
4	万科地产	2226	↓ -35.1%	209	↓ -33.7%	313	212	-31.6%	136	↑ -33.7%	138	-31.6%	139	↑ -29.4%	151	-18.9%
5	招商蛇口	1891	↓ -30.2%	216	↓ -8.4%	245	223	9.0%	149	↓ 1.4%	154	20.9%	89	↓ -15.2%	101	23.2%
6	绿城中国	1486	↓ -11.9%	183	↑ -10.4%	162	148	-16.0%	130	↑ -13.9%	100	-25.6%	61	↑ -27.4%	64	14.8%
7	建发房产	1164	↓ -29.0%	124	↓ -32.0%	115	187	43.9%	100	↓ -6.6%	148	50.5%	49	↓ -19.8%	85	16.9%
8	滨江集团	1020	↓ -28.7%	99	↓ -9.0%	128	120	18.9%	51	↓ 24.2%	59	31.9%	22	↓ -28.8%	24	-6.0%
9	越秀地产	1010	↓ -23.9%	99	↓ -16.3%	145	129	42.0%	59	↑ -16.1%	77	41.8%	35	↓ -17.5%	44	28.0%
10	龙湖集团	930	↓ -42.8%	81	↓ -22.9%	118	117	-19.3%	54	↓ -19.5%	77	-20.9%	51	↓ -20.0%	73	-26.6%
11	华发股份	894	↓ -26.2%	133	↑ 45.6%	105	110	30.2%	85	↑ 38.6%	63	26.9%	48	↑ 93.5%	34	26.4%
12	中国铁建	868	↑ -14.1%	138	↑ -20.0%	101	135	28.7%	109	↑ -9.8%	97	12.6%	101	↑ -3.1%	82	-559.2%
13	中国金茂	830	↓ -37.1%	80	↓ -20.1%	118	116	-7.2%	55	↓ -20.1%	80	-7.2%	50	↓ -45.5%	65	1.1%
14	金地集团	632	↓ -55.8%	48	↓ -52.7%	128	56	-49.1%	30	↓ -52.7%	35	-49.0%	34	↓ -51.8%	41	-28.2%
15	绿地控股	588	↓ -42.7%	53	↑ -47.1%	93	48	-39.5%	48	↓ -47.1%	43	-39.5%	81	↑ -10.6%	41	-41.8%
16	碧桂园	564	↓ -73.4%	37	↓ -52.5%	181	57	-29.0%	30	↓ -52.8%	43	-34.0%	46	↓ -52.5%	71	-28.9%
17	保利置业	520	↓ 2.9%	33	↓ 72.8%	45	82	204.8%	21	↓ 60.0%	53	154.3%	12	↓ 21.2%	35	148.2%
18	融创中国	454	↓ -42.7%	16	↓ -54.2%	71	74	58.2%	9	↓ -54.1%	41	222.2%	15	↓ -39.1%	20	50.4%
19	中交房地产	397	↓ -36.4%	39	↑ 1.3%	58	49	15.0%	28	↓ 12.4%	33	21.6%	20	↓ 4.8%	28	40.0%
20	新城控股	370	↓ -48.1%	25	↑ -51.2%	63	26	-56.2%	18	↑ -51.6%	19	-57.4%	35	↑ -50.8%	36	-54.9%
CR5		12191	↓ -23.2%	1223	↓ -8.4%	1426	1580	12.7%	901	↓ -3.1%	1233	23.7%	608	↓ -10.4%	773	7.4%
CR10		17802	↓ -27.0%	1900	↓ -10.4%	2198	2300	10.1%	1384	↓ -5.5%	1740	16.7%	939	↓ -17.6%	1149	3.7%
CR20		23918	↓ -30.6%	2558	↓ -12.3%	3114	3118	7.9%	1880	↓ -4.8%	2275	11.9%	1307	↓ -19.1%	1552	2.3%
CR50		31766	↓ -32.0%	3418	↓ -8.8%	4226	4108	6.5%	2526	↓ -2.7%	2990	8.9%	1801	↓ -15.1%	2072	4.4%
CR100		37123	↓ -32.9%	3860	↓ -9.3%	5005	4577	5.4%	2851	↓ -2.5%	3331	7.7%	2022	↓ -16.0%	2282	6.8%

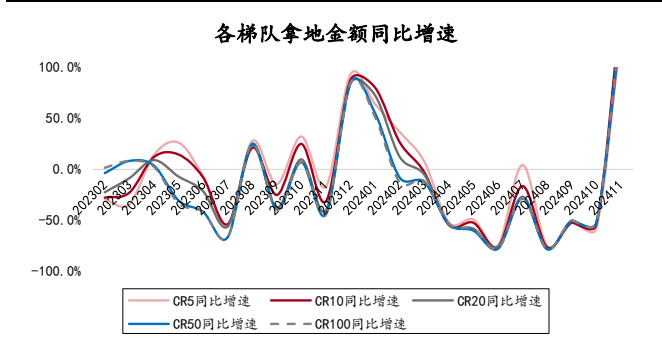
资料来源：克而瑞，公司公告，中银证券

备注：金额单位：亿元；面积单位：万平。同比基数均来自于克而瑞。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：11 月在重点城市土拍带动下百强房企拿地金额大幅上涨

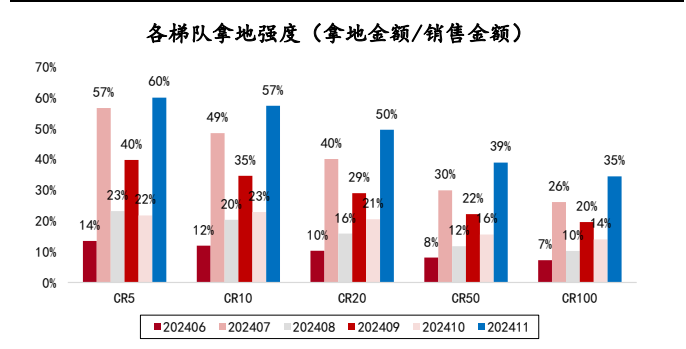
11 月在重点城市土拍带动下百强房企拿地金额大幅上涨。百强房企 11 月单月全口径拿地金额 1333 亿元，环比增长 107.7%，同比增长 141.6%（前值:-52.4%）；百强房企拿地强度（拿地金额/销售金额）从 10 月的 14% 大幅提升至 11 月的 35%，拿地强度同比提升 22 个百分点；拿地建面 557 万平，同比增长 14.4%（前值:-65.9%）。11 月土地市场迎来难得的成交规模、热度的共同上涨，上海、杭州、成都等地优质地块实现了高溢价成交。核心城市土拍带动 11 月拿地楼面均价达到 23918 元/平，同比提升 111.1%。具体来看，11 月拿地金额超过 100 亿元的主流房企有：中海地产（拿地金额 205 亿元，拿地强度 68%）、华润置地（180 亿元，70%）、越秀地产（143 亿元，145%）、保利发展（108 亿元，45%）、绿城中国（100 亿元，55%），集中在上海、北京等高总价的核心城市，投资高度聚焦和集中。如保利发展 11 月在上海拍下 5 幅地块，优质土储进一步得到补充，越秀也在北京、上海有所斩获。整体而言，虽然单月房企投资强度回升，但整体土地投资仍然低迷，部分核心城市出现热度回暖主要是由于优质地块的推动。

图表 38. 百强房企 11 月单月全口径拿地金额同比大幅增长 141.6%



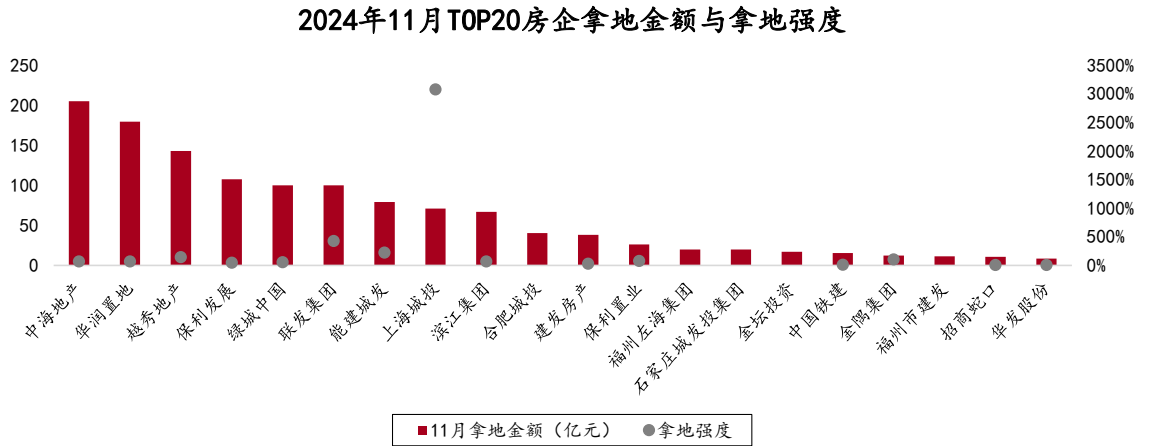
资料来源：克而瑞，中银证券

图表 39. 11 月百强房企拿地强度为 35%，环比提升了 21 个百分点



资料来源：克而瑞，中银证券

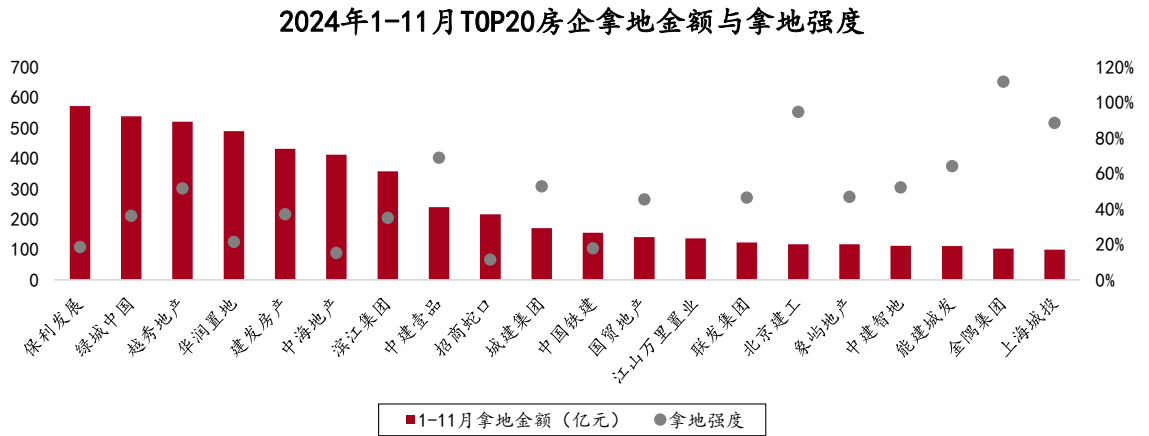
图表 40. 11月涉及土地投资较多的主流房企有：中海地产、华润置地、越秀地产、保利发展、绿城中国



资料来源：克而瑞，中银证券

从累计来看，百强房企 1-11 月拿地金额同比仍有 35% 的下跌。百强房企 1-11 月拿地金额 8513 亿元，同比下降 34.6%；拿地强度（拿地金额/销售金额）为 23%，同比下降 1 个百分点。1-11 月拿地金额超过 200 亿元的企业有：保利发展（拿地金额 572 亿元，同比下降 41%，拿地强度 19%）、绿城中国（538 亿元，-21%，36%）、越秀地产（521 亿元，48%，52%）、华润置地（490 亿元，-46%，21%）、建发国际（431 亿元，-50%，37%）、中海地产（412 亿元，-62%，15%）、滨江集团（358 亿元，-35%，35%）、中建壹品（239 亿元，166%，69%）、招商蛇口（216 亿元，-62%，11%），拿地金额排名靠前的房企仍以央国企和优质区域深耕型房企为主。

图表 41. 1-11 月拿地金额超过 200 亿元的企业有：保利发展、绿城中国、越秀地产、华润置地、建发国际、中海地产、滨江集团、中建壹品、招商蛇口

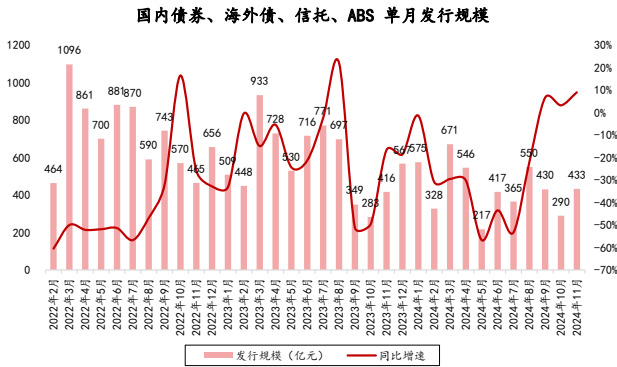


资料来源：克而瑞，中银证券

3.3 房企融资与债券到期：11月房地产行业融资规模同环比虽然增长，但从绝对值来看，仍然较低

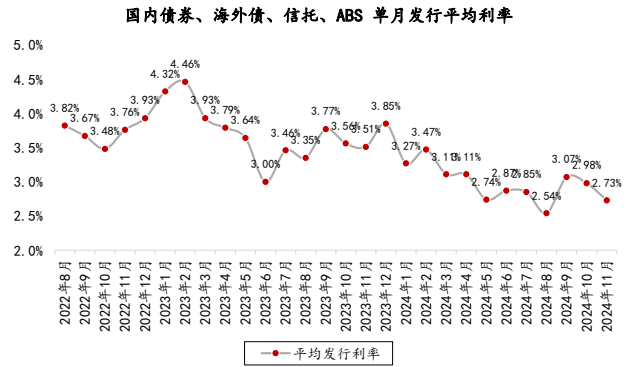
11月房地产行业融资规模同环比虽然正增长，但从绝对值来看，仍然较低。11月房地产行业国内外债券、信托、ABS发行规模合计433亿元，同比增长9%，环比增长67%，平均发行利率2.73%，同比下降0.85个百分点，环比下降0.25个百分点。1-11月房地产行业国内外债券、信托、ABS发行规模合计4820亿元，同比减少24%。其中，11月国内债券发行规模267亿元，同比减少14%，环比增长23%，平均发行利率2.78%，同比下降0.72个百分点，环比下降0.15个百分点；ABS发行规模216亿元，同比增长81%，环比增长197%，平均发行利率2.66%，同比下降0.92个百分点，环比下降0.47个百分点；本月无海外债发行；信托数据暂缺。具体来看，11月华润置地、中华企业、中海地产发行国内债券规模较大，分别为50、31.5、30亿元，平均发行利率分别2.37%、2.40%、2.51%。

图表 42. 2024 年 11 月房地产行业国内外债券、信托、ABS 发行规模合计 433 亿元，同比增长 9%，环比增长 67%



资料来源：中指院，中银证券

图表 43. 2024 年 11 月房地产行业国内债券、海外债、信托、ABS 平均发行利率 2.73%，同比下降 0.85 个百分点，环比下降 0.25 个百分点



资料来源：中指院，中银证券

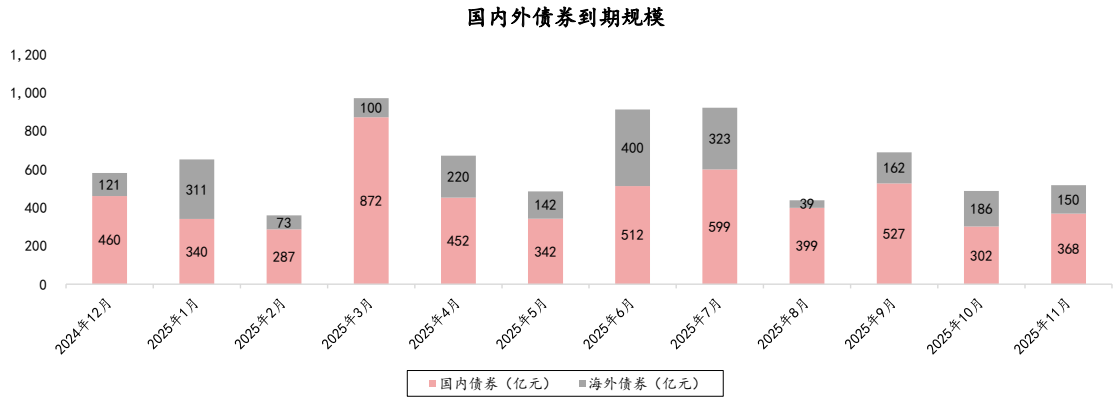
图表 44. 11 月华润置地、中华企业、中海地产发行国内债券规模较大，分别为 50、31.5、30 亿元，平均发行利率分别 2.37%、2.40%、2.51%

11月典型企业融资		
企业名称	国内债券(亿元)	平均利率(%)
华润	50.0	2.37
中华企业	31.5	2.40
中海	30.0	2.51
首开	18.0	3.47
新城	15.6	3.50
苏高新	12.0	2.09
北京城建	12.0	2.38
美的置业	10.0	4.13
绿城	10.0	4.12
金融街	10.0	2.77
栖霞建设	8.3	2.88
滨江	6.0	4.40
建发	6.0	2.75
新希望	4.7	4.00
华发股份	4.5	2.70

资料来源：中指院，中银证券

从到期情况来看，2025年3、6、7月为到期小高峰。未来一年（2024年12月-2025年11月）国内外债券到期规模为7687亿元（其中国内债券5461亿元，海外债券2226亿元）。2025年3、6、7月是到期小高峰，到期规模分别为972、913、922亿元。

图表 45. 未来一年（2024 年 12 月-2025 年 11 月）国内外债券到期规模为 7687 亿元（其中国内债券 5461 亿元，海外债券 2226 亿元）



资料来源：中指院，中银证券

4 政策：旧改、收储相关政策预计加速落地，货币政策转向适度宽松

中央层面，当前行业政策大方向已经明确，指向支持推动房地产市场“止跌回稳”，旧改、收储等相关政策预计加速落地；宏观与财政政策预计更加积极。

一、10 万亿元化债资源有利于缓解地方财政压力；针对房地产市场健康发展，一方面提出即将推出房地产相关财税政策，有助于市场成交回稳，另一方面提出正在研究专项债收储细则，帮助行业去库存。11 月 8 日全国人大常委会办公厅举办新闻发布会，提出“从 2024 年开始，连续五年每年从新增地方政府专项债券中安排 8000 亿元，累计可置换隐性债务 4 万亿元。再加上这次全国人大常委会批准的 6 万亿元债务限额，直接增加地方化债资源 10 万亿元。2029 年及以后年度到期的棚户区改造隐性债务 2 万亿元，仍按原合同偿还。上述三项政策协同发力，2028 年之前，地方需消化的隐性债务总额从 14.3 万亿元大幅降至 2.3 万亿元，平均每年消化额从 2.86 万亿元减为 4600 亿元”。此次通过增加债务额度，我们认为，一方面，可以支持地方特别是高风险地区化解存量债务风险和清理拖欠企业账款等；另一方面，增加潜在投资空间。此外，会议还提出“支持房地产市场健康发展的相关税收政策，已按程序报批，近期即将推出。专项债券支持回收闲置存量土地、新增土地储备，以及收购存量商品房用作保障性住房方面，财政部正在配合相关部门研究制定政策细则，推动加快落地”。

二、三部委优化多项房地产税收政策，财税支持政策加速落地。11 月 13 日，财政部、税务总局、住房城乡建设部发布《关于促进房地产市场平稳健康发展有关税收政策的公告》，明确多项支持房地产市场发展的税收优惠政策。其中，1) 契税：将现行享受 1% 低税率优惠的面积标准由 90 平提高到 140 平，并明确一线城市可以与其他地区统一适用二套房契税优惠。本次契税调整有利于刚需刚改需求的释放，受益群体占比较高，尤其是对于一线城市二套的利好幅度更大，较有针对性，能直接降低购房成本。更为重要的是体现了政府在财税政策上的让利意愿以及稳住房地产市场的决心。2) 增值税：若一线城市普宅与非普宅标准取消，将与全国其他地区统一，仅按照年限区分。此次调整有助于刺激二手房市场流动性，鼓励置换需求的释放，推动卖旧买新的成交量提升，间接对新房成交产生利好。3) 土增税：主要是降低土增税预征率的下限，以缓解房企现金流压力；未涉及税率或计税标准的变化，仅针对后续可能取消普宅和非普宅标准的城市，维持原有的普宅优惠政策。11 月 18-19 日，上海、北京、深圳已经相继取消了普宅和非普宅标准，广州于 10 月 22 日取消，与之相关的交易税费也将进行调整。我们认为，此时的住房交易税收调整彰显了在当前市场情况下，政府维稳房地产市场的决心，再次明确了对于房地产的支持态度，此时下调契税的态度远远比下调多少幅度更重要。我们认为，政府打开了愿意财政让利的口子，目前只是第一阶段的调整，后续仍有进一步宽松的可能，因此，市场不必纠结现有的下调力度，而是更应该把重点放在“做了没”上。

三、两部门发文，城中村改造货币化安置或将提速。11 月 15 日住建部、财政部联合印发通知，部署各地加快落实增量政策措施要求，进一步做好城中村改造工作，推动符合条件的项目尽快启动实施，通知明确，1) 扩大城中村改造政策支持范围：地级城市资金能平衡、征收补偿方案成熟的项目，均可纳入政策支持范围。按照通知要求，城中村改造政策支持范围从最初的 35 个超大特大城市和城区常住人口 300 万以上的大城市，进一步扩大到了近 300 个地级及以上城市。这些城市符合条件的城中村改造项目均可以获得政策支持：纳入地方政府专项债券支持范围，开发性、政策性金融机构提供城中村改造专项借款，适用有关税费优惠政策，鼓励商业银行按照市场化、法治化原则提供城中村改造贷款等，确保项目顺利推进。2) 推进城中村改造货币化安置：通知强调，各地稳妥推进城中村改造货币化安置，城市危旧房改造可参照执行。3) 将城中村改造作为城市更新的重要内容有力有序推进。通知要求，各地要落实好城中村改造财税、土地、金融等支持政策，严格落实“一项目两方案”，即每个项目都要制定完备的征收补偿方案、资金平衡方案等。

2023 年的城中村改造主要针对超大特大城市，2024 年 11 月将范围扩展至 300 个地级及以上城市，我们认为，主要是出于以下两大原因：1) 超特大城市城中村数量并不多，待改造规模不足 200 万套，扩展至地级及以上城市后，待改造规模也将扩大十倍。2) 高能级城市城中村改造成本较高，各方参与旧改的意愿并不高，推进缓慢，低能级城市推进速度预计会更快，落地效率更高。此外，本轮还明确了货币化安置的方式帮助该项工程的推进。因此，我们认为，2025 年开始将进入旧改货币化的时期，待改造规模也扩大十倍，不过这一轮的货币化可能会包含大量的房票。

四、运用专项债收购存量土地细则落地。11月11日，自然资源部发布《关于运用地方政府专项债券资金收购存量闲置土地的通知》，对收购对象、定价等进行了规定。1) **收购对象：优先收回收购企业无力或无意愿继续开发、已供应未动工的住宅用地和商服用地。**其他用途的土地，进入司法或破产拍卖、变卖程序的土地，因低效用地再开发或基础设施建设等需要收回的土地，以及已动工地块中规划可分割暂未建设的部分，也可以纳入回收收购范围。2) **定价：**土地储备机构委托经备案的土地估价机构，对拟收回收购地块开展土地市场价格评估，相较企业土地成本，**就低确定收地基础价格。**3) 根据需要向社会发布收回收购土地征集公告，可以分割收回（可分割暂未建设的部分）。4) **收回收购的土地原则上当年不再供应用于房地产开发。**确有需求的，应当严控规模，优化条件实施供应。供应面积不得超过当年收回收购房地产用地总面积的50%。5) **此次回购的资金来源，是通过地方专项债券发行带来的资金。**6) **土地用途：**在此前举办的国务院政策例行吹风会上，也有提出“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”。我们认为，《通知》落地意味着更多低成本的增量资金将进入市场，一方面，有助于房企缓解自身资金压力，或进一步改善土储结构；另一方面，收购存量闲置土地，有助于改善市场供求关系，促进房地产市场止跌回稳。

五、政治局会议强调宏观宽松及再次明确稳楼市。12月9日中央政治局会议召开，1) 会议提及“实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策”，财政政策方面，旧改及收储等相关的财政支持力度有望加大；货币政策方面，从“稳健”转向“适度宽松”，时隔14年再次重提，整体货币充裕度和流动性有望进一步提升，我们预计，明年LPR和公积金贷款利率的下调空间或更大。此外，会议还提及“加强超常规逆周期调节”，我们预计，相关超常规工具在地产领域也会有所运用。2) 另一方面，本次会议提及“稳住楼市”，体现中央对于“稳地产”的决心。9月末政治局会议后，10月楼市成交量出现上涨，但11月涨幅回调，为防止政策效果持续减弱，需求端刺激有望及时介入、持续加码。

六、12月11日至12日中央经济工作会议召开，一方面，2025年宏观与财政政策基调偏积极，提高财政赤字率、增加发行超长期特别国债、增加地方政府专项债券发行使用、适时降准降息等均是政策方向；另一方面，房地产相关表述提及“有效防范化解重点领域风险，牢牢守住不发生系统性风险底线。持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。合理控制新增房地产用地供应，盘活存量用地和商办用房，推进处置存量商品房工作。推动构建房地产发展新模式，有序搭建相关基础性制度”。“稳住楼市”目标明确，各项支持政策有望加速落实，旧改与收储或将成为2025年房地产行业的主线方向。

地方政策方面，北京、上海、广州、深圳取消普宅标准，优化相关税收政策，长沙取消限售，深圳、广州优化公积金政策，郑州、银川、广州发布国企收购商品住房用作保障性住房公告。

1) **北京、上海、广州、深圳取消普宅标准。**10月22日广州；11月18日上海、北京；11月19日深圳相继取消了普宅和非普宅标准，与之相关的交易税费也将进行调整。

2) **长沙取消限售政策。**11月14日，长沙发布《关于进一步明确我市房地产交易相关政策的通知》，明确全市商品住房取得《不动产权证书》可上市交易。

3) **广州、东莞优化购房落户政策。**11月18日，广州发布关于公开征求《广州市户籍迁入管理规定（修订稿）》意见的公告，拥有合法产权住宅房屋，在本市连续缴纳社会保险满1年，可申请落户。11月27日，东莞发布关于增加稳定居住就业入户事项的通知，在本市拥有合法产权住宅房屋的成年非莞户籍人员，已申报居住登记的，其本人或配偶可以申请入户，申请人的未成年子女、父母可以随迁。

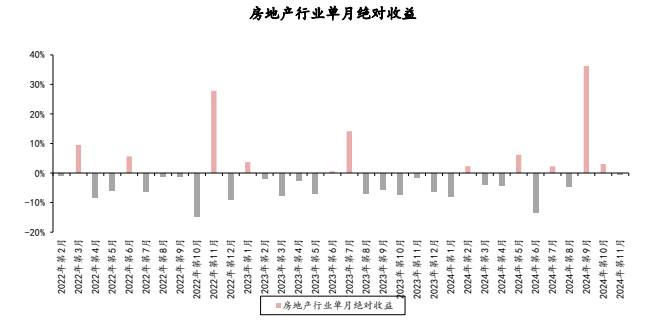
4) **深圳、广州、重庆、长沙、哈尔滨、贵阳等多地公积金政策持续优化。**例如，11月11日，深圳发布《关于〈深圳市住房公积金贷款管理规定〉的补充规定》和《关于我市住房公积金利息补贴有关事项的通知》，个人申请最高额度由50万元提高至60万元，家庭共同申请最高额度由90万元提高至110万元；购买首套住房最高额度可以上浮40%；多子女家庭购买住房最高额度可以上浮40%；购买保障房最高额度可以上浮20%。上浮比例可累加，最高额度则可以上浮100%。11月26日，广州印发《广州住房公积金管理中心关于调整住房公积金政策的通知》，一人申请贷款的最高额度调整至80万元，两人或两人以上购买同一套自住住房共同申请贷款的最高额度调整至160万元；购买首套及第二套最低首付款比例为20%；购买保障性住房的最低首付款比例为15%。多孩家庭最高额度上浮40%；贷款期限最长可以计算到借款人退休年龄后5年，且不得超过68岁。购房所在区内无住房的，新购住房申请住房公积金贷款可按首套住房认定。11月28日，重庆发布关于优化调整住房公积金使用政策的通知，已结清首次住房公积金个人住房贷款且在拟购住房区县（自治县）无住房的，申请住房公积金个人住房贷款时，按首套住房标准执行。

5) **收购存量商品房用作保障性住房持续推进。**11月7日，郑州发布征集公告，征集范围为郑州市内八区及登封市、巩义市、上街区、新密市、新郑市、荥阳市、中牟县已建成未出售的商品房、优质在建房源项目；征集面积控制在120平以内；收购价格以同地段保障性住房重置价格为参考上限。11月12日，银川发布第三批次征集公告，征集范围为银川三区两县一市范围内已建成未出售的商品房（住宅和公寓）；征集面积70平的房源，为整栋楼或整单元；90—120平的房源可为零散房源；收购价格以同地段保障性住房重置价格为参考上限，即划拨土地成本和建安成本加不超过5%的利润。11月18日，广州发布征集公告，征集范围为全市范围内房地产开发企业已建成未出售的存量商品房；单套建筑面积90平以下；优先选取整栋或整单元未售、可实现封闭管理的楼栋项目。

5 11月地产板块小幅回调，前期政策效果边际减弱

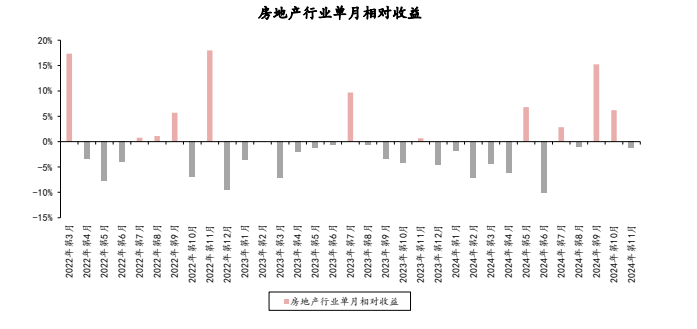
11月地产板块小幅回调。11月地产板块绝对收益-0.5%，跑输沪深300 1.2个百分点，板块出现回调主要是因为11月行业销售基本面表现不及10月，前期的政策效果边际减弱，市场对于未来基本面走向存在分歧。

图表 46. 房地产行业 11月绝对收益为-0.5%



资料来源：同花顺，中银证券

图表 47. 房地产行业 11月相对沪深300收益为-1.2%



资料来源：同花顺，中银证券

6 投资建议

当前行业大方向向好较为明确，政治局会议再度明确“稳楼市”主基调，围绕楼市供需两端、经济复苏的政策仍在持续发力过程中，且后续的政策或更具针对性。我们认为，短期关注各项支持政策落地后基本面数据的修复情况以及修复效果的持续性，中长期关注旧改、收储等工作推进带来的行业机会。从标的来看，一方面，流动性安全、重仓高能级城市、产品力突出的房企或更具备 α 属性；另一方面，得益于化债、政策纾困、销售改善等多重逻辑下的困境反转的标的或具备更大的估值修复弹性。

现阶段我们建议关注三条主线：1) 政策宽松后预期能有改善的底部反转弹性标的：金地集团、金地商置、龙湖集团、新城控股。2) 后续政策发力针对性较强的、核心城市布局为主的标的：绿城中国、城建发展、滨江集团、华润置地、招商蛇口。3) 受益于地方政府化债、收储、旧改类的地方国企：越秀地产、城投控股、建发国际、华发股份。

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 48. 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 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</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 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</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 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</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。 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。 三四线城市 (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任何由此产生的任何责任及损失等。

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

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

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

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

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

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

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

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话:(8621)68604866
传真:(8621)58883554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 108001521065
新加坡客户请拨打: 8008523392
传真:(852)21479513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852)39886333
传真:(852)21479513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话:(8610)83262000
传真:(8610)83262291

中银国际(英国)有限公司

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

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话:(1)2122590888
传真:(1)2122590889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话:(65)66926829/65345587
传真:(65)65343996/65323371