

房地产

2025年01月10日

止跌企稳专题二：去库存的测算及未来展望

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

齐东（分析师）

胡耀文（分析师）

杜致远（联系人）

qidong@kysec.cn

huyaowen@kysec.cn

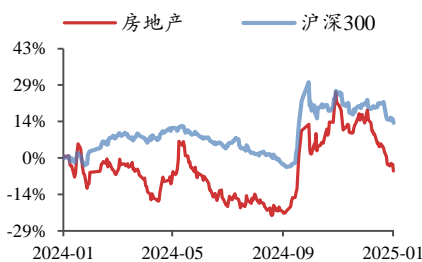
duzhiyuan@kysec.cn

证书编号：S0790522010002

证书编号：S0790524070001

证书编号：S0790124070064

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《研究推进城市更新工作，存量用地加速盘活—行业点评报告》-2025.1.6

《央行提出择机降准降息，国常会研究推进城市更新—行业周报》-2025.1.5

《新房成交面积环比增长，充分释放住房城乡建设稳增长潜力—行业周报》-2024.12.29

● 供求关系发生变化，本轮周期量价下行时间更长

2023年7月，中央政治局会议提出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，正式进入去库存周期。比较三轮地产下行周期，本轮周期住房和库存规模都更大，2024年以来房地产政策宽松力度已经接近底部，货币政策宽松力度已和前两轮周期相当，财政政策支持力度也相对更大。本轮周期销售量价数据连续下降月份均已超30个月，远高于前两轮宽松周期，新开工和销售最大降幅也高于前两轮，整体规模收缩明显。因此我们认为，本轮房地产周期量价表现压力较大，去库存是实现市场止跌回稳的必然选择。

● 库存及去化周期测算：分为狭义库存、广义库存和超广义库存

我们测算截至2024年10月，（1）狭义库存指竣工现房：商品住宅待售面积3.75亿平，同比+20%；现房去化周期为21.6个月，同比持平；（2）广义库存指已开工未售库存：估算约20亿平，去化周期为30.2个月；（3）超广义库存指已拿地未售库存：基于住宅拿地建面和待开发土地面积两种方式，测算已拿地未售面积约31亿平，超广义未售库存去化周期约42个月。

● 去库存展望：预测2026年末去化周期明显压降

当前去库存措施主要以地方政府收储、旧改货币化安置、专项债回收土地为主，我们测算（1）收储：假设后续保障性租赁住房全部由收储贡献，按照套均70平方米估算，预计能帮助去化约2亿平方米库存；（2）旧改按照套均100平方米、100%货币化安置、75%新房购买转化率测算，预计100万套货币化城中村改造能够帮助去化0.75亿平方米库存；（3）土地回收：过往土储专项债发行期间平均占比约25.9%，以10万亿地方化债资源计算，将消化未开工土地建面8.53亿平，占当前未开工土地建面的77.6%。最终测算得出：截至2026年末，已开工未售库存约9.8亿平，去化周期13.9个月，较2024年10月降低16个月，处于历史较低水平；未开工+已开工未售库存约15.4亿平，去化周期21.8个月，较2024年10月降低20个月。

● 投资建议

我们认为，房地产“去库存”定调主要由于当前供求关系逆转，销售数据下滑导致商品房供过于求，住房库存高企，去化周期拉长。在市场量价均下行的环境下，启动去库存政策是实现销售量价平稳、修复购房信心的重要举措，我们预计政府收储、旧改货币化安置、专项债回收土地等多项措施将有效推动去库存进程，将商品住宅去化周期控制在合理范围内。推荐标的：（1）投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企：保利发展、绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产、滨江集团、建发国际集团；（2）住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：新城控股、龙湖集团；（3）二手房交易规模和渗透率持续提升，房地产后服务市场前景广阔：贝壳、我爱我家。

● 风险提示：宏观经济下行、资金到位不及预期、行业竞争加剧。

目 录

1、 供求关系发生变化，本轮周期量价下行时间更长.....	4
1.1、 中央层面定调去库存，住宅供应成交均下滑.....	4
1.2、 地产政策接近底部，本轮周期量价下行时间更长.....	6
2、 库存及去化周期测算：分为狭义、广义、超广义库存.....	9
2.1、 狭义库存：商品住宅待售面积 3.75 亿平.....	10
2.2、 广义库存：估算已开工未售面积约 20 亿平.....	12
2.3、 超广义库存：估算未开工+已开工未售面积约 31 亿平.....	12
3、 去库存展望：预计 2026 年末库存将显著下降.....	14
3.1、 开工销售剪刀差：截至 2026 年末预计减少新开工未收库存 7.4 亿平.....	14
3.2、 收储进程加快，未来两年预计去库存约 2 亿平.....	16
3.3、 新增 100 万套旧改，预计能够去库 0.75 亿平方米.....	19
3.4、 限制高去化周期城市供地，重启专项债回收土地.....	20
4、 投资建议.....	23
5、 风险提示.....	24

图表目录

图 1： 2021 年后宅地和商品住宅成交均下降.....	5
图 2： 截至 10 月末，三四线城市去化周期相对更加缓慢.....	5
图 3： 二手房挂牌量自 2024 年 6 月以来不断攀升.....	6
图 4： 2023-2024 年周期新开工和销售面积降幅持续时间更长（%）.....	8
图 5： 2023-2024 年周期房价下行降幅持续时间更长（%）.....	9
图 6： 2021 年以来，三种口径的库存去化周期均呈现上升趋势.....	9
图 7： 2021 年以来，三种口径的库存去化周期均呈现上升趋势.....	10
图 8： 截至 10 月末商品住宅待售面积处于历史相对高位.....	10
图 9： 2024 年以来商品住宅现房去化周期呈下降趋势.....	11
图 10： 2022 年以来商品住宅现房销售占比明显提升.....	11
图 11： 自 2021 年中旬以来，已开工广义库存呈下降趋势.....	12
图 12： 我们预测 2025-2026 年商品住宅成交增速分别为 2%、3%.....	14
图 13： 我们预测 2025-2026 年住宅土地成交面积增速分别为-12%、-6%.....	15
图 14： 我们预测 2025-2026 年住宅土地成交面积增速分别为-12%、-6%.....	15
图 15： 我们预测保障房收储至 2026 年末预计能帮助去化约 2 亿平方米库存.....	18
图 16： 我们预测城中村改造至 2026 年末预计能帮助去化约 0.75 亿平方米库存.....	19
图 17： 2021 年以来城投托底拿地占比较高.....	21
图 18： 2021 年以来城投拿地未开工占比较高.....	21
图 19： 土地储备专项债主要发行阶段为 2017 年 7 月至 2019 年 9 月.....	22
图 20： 我们预测土储专项债回收土地规模约 8.5 亿平.....	22
表 1： 2023 年 7 月以来中央政治局会议涉及去库存的表述较多.....	4
表 2： 2023-2024 年周期房地产政策接近底部.....	6
表 3： 2023-2024 年周期货币政策宽松力度已和前两轮周期相当.....	7
表 4： 2023-2024 年周期财政政策支持规模相对更大.....	8

表 5: 2023-2024 年周期房地产指标下行周期更长	8
表 6: 2024 年 10 月库存去化周期大幅高于 2021 年末	10
表 7: 我们基于宅地成交面积-商品住宅销售面积测算出广义未售面积约 31 亿平	12
表 8: 我们基于待开发土地面积测算出广义未售面积约 31 亿平	13
表 9: 我们测算至 2026 年商品住宅去化周期将降至合理范围内	14
表 10: 我们测算 2025-2026 年商品住宅销售面积同比将实现增长	16
表 11: 代表城市收储政策以中小套型为主	16
表 12: 11 月合肥存量房收储落地	17
表 13: 保障性住房再贷款截至 2024Q3 已经投放 162 亿元	17
表 14: 2021-2024 年上半年末保障性租赁住房累计开工建设和筹集 685 万套	18
表 15: 城中村改造政策支持范围由 35 个城市扩大到全部地级市	19
表 16: 2024 年下半年以来各城房票政策加速落地	20
表 17: 2024 年 4 月自然资源部重申限制高去化周期城市供地	20
表 18: 2017-2019 年土储专项债主要为土地前期开发提供资金支持	21
表 19: 2024 年 8 月以来越秀连退广州三块土地	23
表 20: 受益标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的房企	23

1、供求关系发生变化，本轮周期量价下行时间更长

1.1、中央层面定调去库存，住宅供应成交均下滑

2023年7月，中央政治局会议提出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，正式进入去库存周期。2024年4月和7月中央政治局会议提出“消化存量和优化增量住房”，去库存措施加速出台。2024年9月，政治局会议在去库存政策外，提出“促进房地产市场止跌回稳”，在去库存周期中仍然要保持量价平稳。

表1：2023年7月以来中央政治局会议涉及去库存的表述较多

日期	政治局会议去库存表述
2023/7/24	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。
2024/4/30	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式，促进房地产高质量发展。
2024/7/30	要落实好促进房地产市场平稳健康发展的新政策，坚持消化存量和优化增量相结合，积极支持收购存量商品房用作保障性住房，进步做好保交房工作，加快构建房地产发展新模式。
2024/9/26	要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。
2024/12/9	稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击。

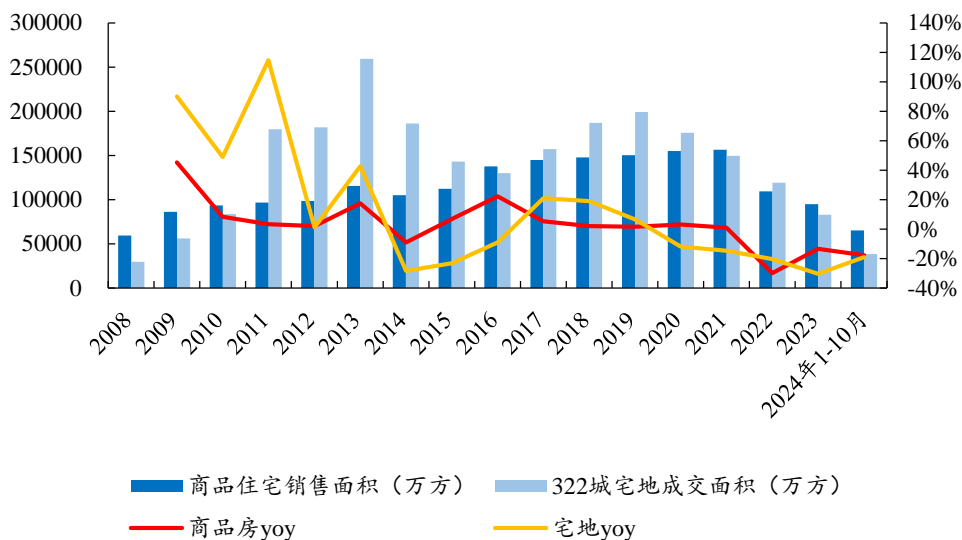
资料来源：经济日报、新华社等、开源证券研究所

我们认为，房地产“去库存”定调主要由于当前供求关系逆转，销售数据下滑导致商品房供过于求，住房库存高企，去化周期拉长，而供求关系变化导致的新房二手房降价让购房者对未来的房价走势感到担忧，购房信心减弱。在市场量价均下行的环境下，启动去库存政策是实现销售量价平稳、修复购房信心的重要举措。

新房层面，Wind 322城宅地成交面积自2019年达到峰值19.9亿平后开始逐步下降，2024年前10月成交3.85亿平，同比-19%；商品住宅销售面积自2021年达到峰值15.7亿平后开始下滑，2024年前10月成交6.54亿平，同比-18%。

宅地成交规模在2011-2015年显著高于商品住宅成交面积，2017-2020年略高于商品住宅成交面积，导致了宅地供应面积高于商品住宅需求面积，而2022年至今商品房成交收缩加速了供求剪刀差的规模。2016年以来，住宅土地和商品住宅之间的剪刀差为7.81亿平，仍有较多土地处于未动工或停工状态。

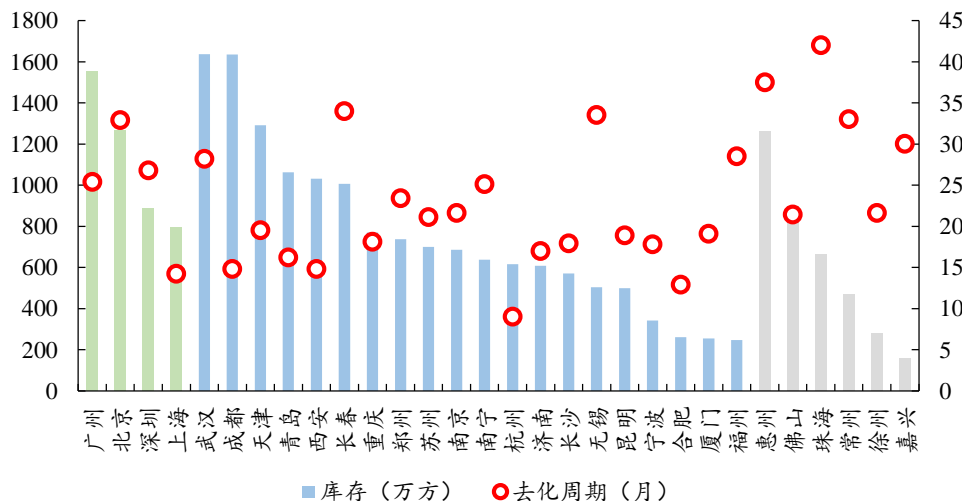
图1：2021年后宅地和商品住宅成交均下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

根据克而瑞重点30城库存及去化周期数据，截至2024年10月，一线城市中上海，二线城市中杭州、成都、西安、合肥去化周期在15个月以内，重点30城平均去化周期为23.2个月，三四线城市去化周期相对更加缓慢。

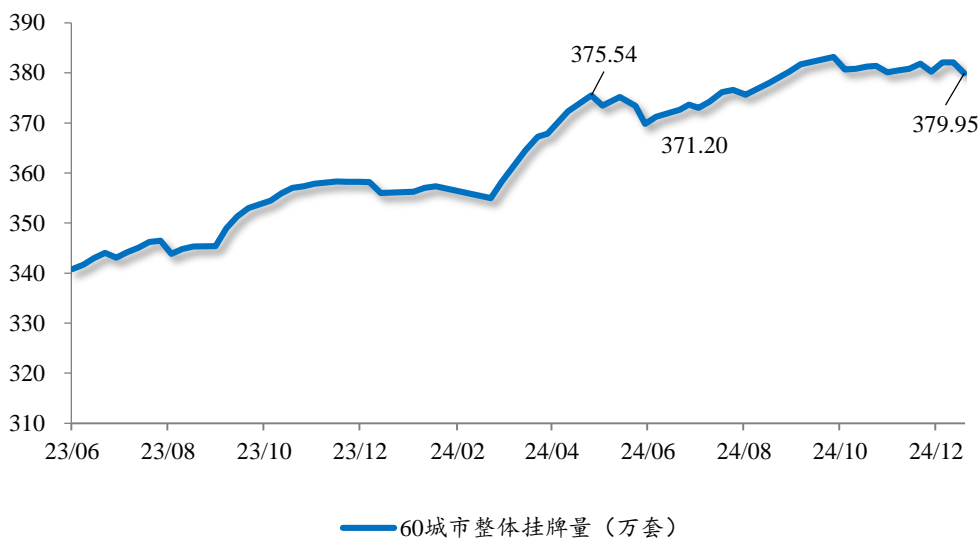
图2：截至10月末，三四线城市去化周期相对更加缓慢



数据来源：克而瑞、开源证券研究所

二手房层面，挂牌量自2024年6月以来不断攀升，截至2024年12月中旬，我们跟踪的60城挂牌量达379.95万套，较2023年6月增长11%，整体库存较大，供过于求的情况下，开发商和二手业主在避险趋势下降价出售，导致房价持续下跌。

图3：二手房挂牌量自 2024 年 6 月以来不断攀升



数据来源：链家、开源证券研究所

1.2、地产政策接近底部，本轮周期量价下行时间更长

2008 年以来，国内房地产行业主要经历三轮宽松周期，分别是：

(1) 2008-2009 年周期：美国次贷危机导致全球经济低迷，房地产成为国内经济企稳的抓手，购房契税下调、印花税土增税免征，国常会提出“四万亿”稳增长计划。

(2) 2014-2016 年周期：在上一轮紧缩地产政策的作用下，房地产数据量价下行，于是本轮政策以各城取消限购、开启认贷不认房、降息降准和降低首付比为主，在棚改推进的助力下，地产数据量价涨幅明显。

(3) 2023 年至今周期：2022 年之前在房住不炒定调下，购房政策持续收紧，后续购房信心不足，地产数据持续下行。本轮政策主要以保障房企合理融资、全国层面购房政策放松及降息降准为主，“去库存”和“止跌回稳”成为房地产行业主基调。

从房地产政策来看，比较三轮地产周期，2024 年以来房地产政策宽松力度已经接近底部，限购政策仅京沪深三城仍有较大限制，首付比例和房贷利率均为历史最低，税费和普宅认定标准也进一步优化。

表2：2023-2024 年周期房地产政策接近底部

房地产政策	2008-2009 年周期	2014-2015 年周期	2023-2024 年周期
需求端：放松限购	无限购政策	北上广深、三亚未取消限购；其他城市放开限购	北上深均有所放松，广州和其他二三线城市放开限购
需求端：放松限贷	下调首套首付比例最低至 20%	二套认贷不认房，不限购城市商贷首套房最低首付比例 25%，二套最低 40%。将公积金贷款申请条件从连续 12 个月放宽至连续缴存 6 个月	首套最低 15%，二套最低 15%（一线城市为 20%）

房地产政策	2008-2009 年周期	2014-2015 年周期	2023-2024 年周期
需求端: 放松限价	无限价政策	无限价政策	取消地价上限, 取消限价 (但政府仍审核预售证)
需求端: 放松限售	无限售政策	无限售政策	除京沪外基本取消限售
需求端: 放松税费	对个人首次购买 90 平方米及以下普通住房的, 契税税率暂统一下调到 1%; 对个人销售或购买住房暂免征收印花税; 对个人销售住房暂免征收土地增值税。将现行个人购买普通住房超过 5 年免征营业税改为超过 2 年免征营业税。	个人购买普通住房超过 5 年免征营业税改为超过 2 年免征营业税。	增值税征免年限从 5 年调整为 2 年 享受契税优惠的面积界限下调至 90 平 一线城市增值税解绑普宅 土增税预征率统一下调 0.5pct
需求端: 放松普宅标准	无普宅认定标准	一线城市开始设置普宅标准; 二三线城市无	取消普宅认定标准
供给端: 压缩供给	无限制供给政策	有供、有限, 合理安排住房和其用地供应规模	库存周期超 36 个月暂停供地

资料来源: 央行、新华社、财政部等、开源证券研究所

从货币政策来看, 本轮新发放贷款利率由 2021 年四季度 5.63% 降至 2024 年二季度 3.45%, 累计下调 218BP, 叠加 7 月和 10 月五年期 LPR 35BP 的降幅, 预计本轮新发放贷款利率降幅将超 250BP, 较前两轮宽松周期更多。2023 年以来存量按揭利率平均下调 75BP, 2024 年四季度预计平均下调 50BP, 整体降幅也超过 2008-2009 年 112BP。本轮公积金贷款利率也下调至历史最低的 2.85%, 货币政策宽松力度已和前两轮周期相当。

表3: 2023-2024 年周期货币政策宽松力度已和前两轮周期相当

货币政策	2008-2009 年周期	2014-2015 年周期	2023-2024 年周期
存量按揭利率降幅	个人住房贷款利率的下限从 0.85 倍调低至 0.7 倍。参考 5 年以上中长期贷款利率 7.47%, 调整力度为 112BPs	未进行调整	2023 年存量平均下调 75BP 2024 年预计平均下调 50BPs 左右
新发放按揭贷款利率	基准利率由 7.83% 下调至 5.94%, 考虑下限调整, 累计下降 249BPs	6.96% (2014Q3) 下行至 4.55% (2016Q2), 累计下降 241BPs	5.63% (2021Q4) 下行至 3.45% (2024Q2), 累计下降 218BPs
公积金贷款利率降幅	5 年以上 0.09%, 5 年以内 0.18% (2008.9.16) 0.27% (2008.10.9) 0.27% (2008.10.27) 0.54% (2008.11.27)	0.25% (2015.3.1) 0.25% (2015.6.28) 0.25% (2015.8.26)	0.25% (2024.5.18)
准备金率	1.0% (2008.9.25) 0.5% (2008.10.15)	0.5% (2014.6.16) 0.5% (2015.2.5) 0.5% (2015.9.6) 0.5% (2015.10.24)	0.5% (2024.2.5) 0.5% (2024.9.27)

资料来源: 央行、新华社、财政部等、开源证券研究所

从财政政策对于去库存的支持来看, 前两轮周期分别有 4 万亿投资计划和棚改计划, 而本轮周期住房和库存规模都更大, 财政政策支持力度也相对更大, 包括保障房再贷款资金、城中村改造专项借款、100 万套旧改货币化安置、4 万亿白名单融

资支持和 10 万亿专项债支持收储及土地回收等。

表4: 2023-2024 年周期财政政策支持规模相对更大

财政政策	2008-2009 年周期	2014-2015 年周期	2023-2024 年周期
去库存措施	4 万亿投资计划	棚改去库存, 棚改总投资 8-9 万亿, PSL 峰值规模 3.55 万亿	保障性住房再贷款 3000 亿 城中村旧改 100 万套货币化安置 10 万亿专项债支持收储及土地回收

资料来源: 央行、新华社、财政部等、开源证券研究所

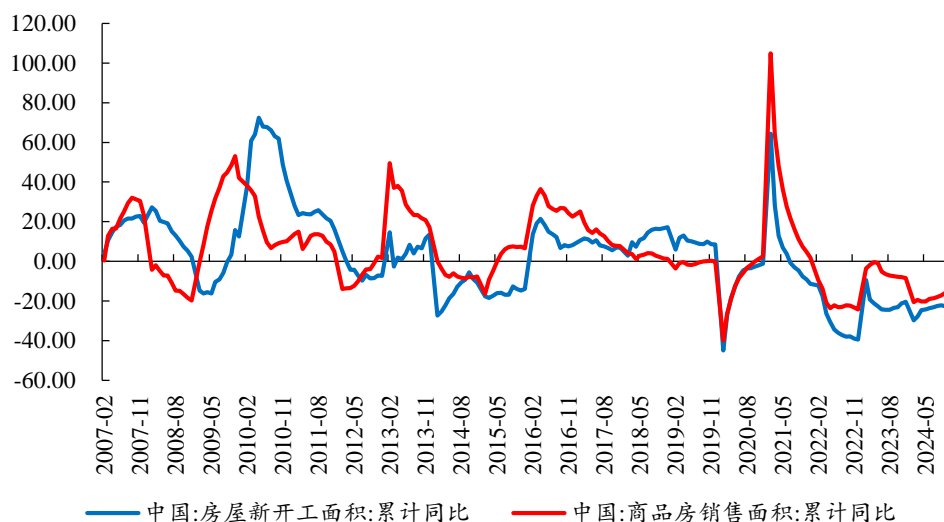
从三轮周期量价下行持续的时间来看, 本轮周期销售量价数据连续下降月份均已超 30 个月, 远高于前两轮宽松周期, 新开工和销售最大降幅也高于前两轮, 整体规模收缩明显。因此我们认为, 本轮房地产周期量价表现压力较大, 去库存是实现市场止跌回稳的必然选择。

表5: 2023-2024 年周期房地产指标下行周期更长

	2008-2009 年周期	2014-2015 年周期	2023-2024 年周期
新开工下行时间 (月)	8	21	38
新开工最大降幅	-16.2%	-27.4%	-39.4%
商品房销售下行时间 (月)	12	15	32
销售最大降幅	-19.7%	-16.3%	-24.3%
70 城新房价格下行时间 (月)	-	15	32
新房价格最大降幅	-	-6.6%	-6.2%
70 城二手房价格下行时间 (月)	4	13	34
二手房价格最大降幅	-0.7%	-5.2%	-8.9%

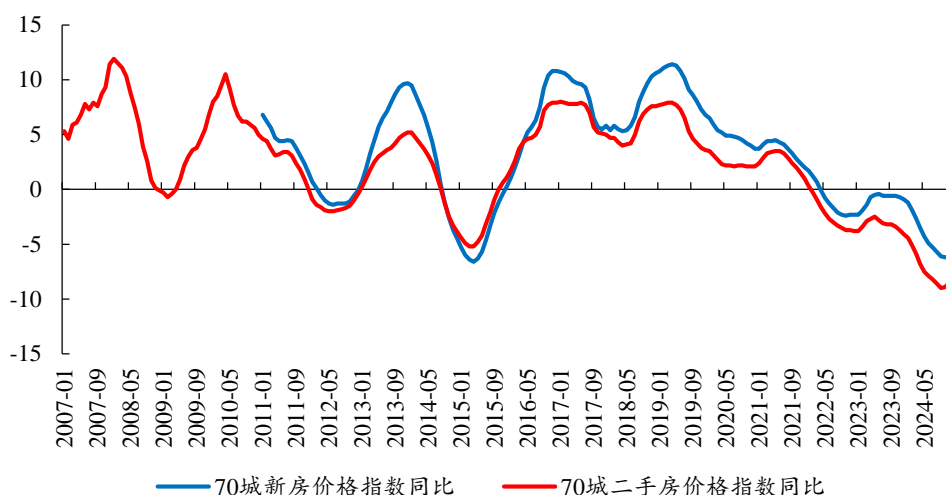
数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: 2023-2024 年周期新开工和销售面积降幅持续时间更长 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图5：2023-2024年周期房价下行降幅持续时间更长（%）

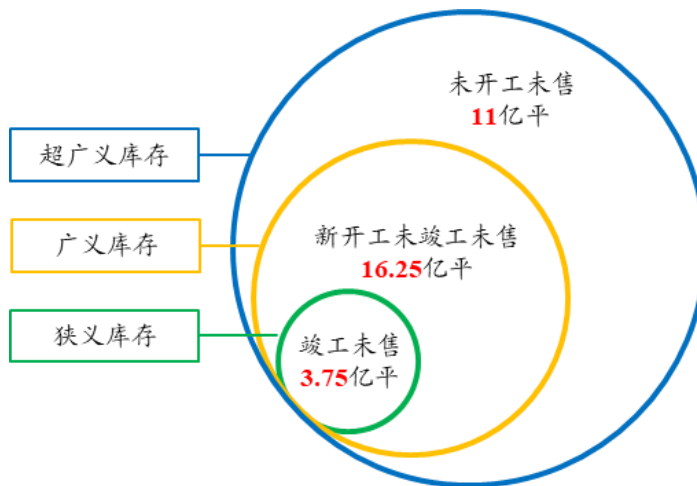


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、库存及去化周期测算：分为狭义、广义、超广义库存

对于商品房库存主要有两方面的解读：一是狭义层面，即已竣工的可供销售或出租的商品房屋建筑面积，由每月统计局房地产数据公布。二是广义层面，一类是含宅用地建面与销售面积的差值，包含了已开工和未开工面积中所有未售面积；一类是新开工与销售面积的差值，包含了已开工面积中所有未售面积。

图6：2021年以来，三种口径的库存去化周期均呈现上升趋势



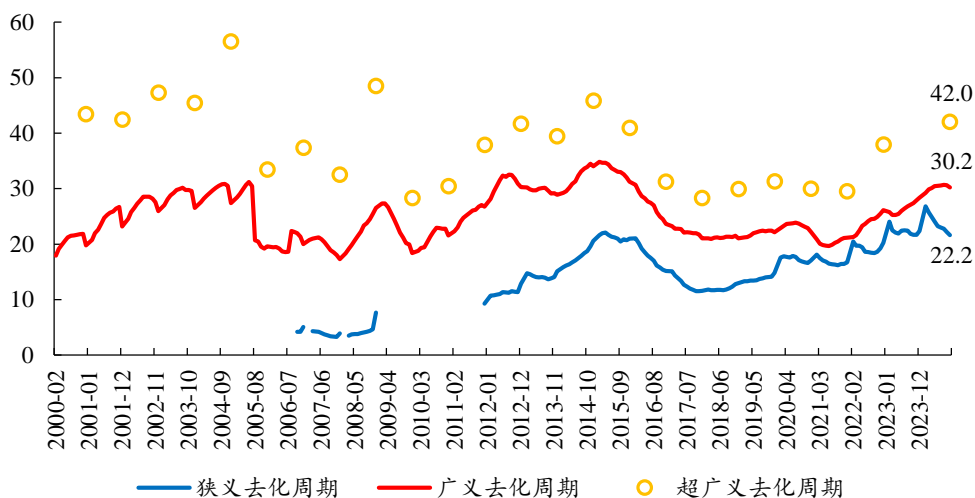
数据来源：Wind、开源证券研究所

2021年以来，三种口径的库存去化周期均呈现上升趋势。截至2024年10月末，商品住宅狭义库存3.75亿平，狭义去化周期为21.6个月；我们测算得出商品住宅广义库存面积（已开工未售口径）20.3亿平，广义去化周期为30.2个月；商品住宅超广义库存面积（未开工+已开工未售口径）约31亿平，超广义去化周期约42个月。

表6：2024年10月库存去化周期大幅高于2021年末

库存	定义	库存量 (亿平)	2021年12月 去化周期(月)	2024年10月 去化周期(月)
狭义库存	已竣工可供销售的商品住宅建面	3.75	16.7	21.6
广义库存	已开工可供销售的商品住宅建面	20.3	21.2	30.2
超广义库存	未开工+已开工可供销售的商品住宅建面	31	29.5	42

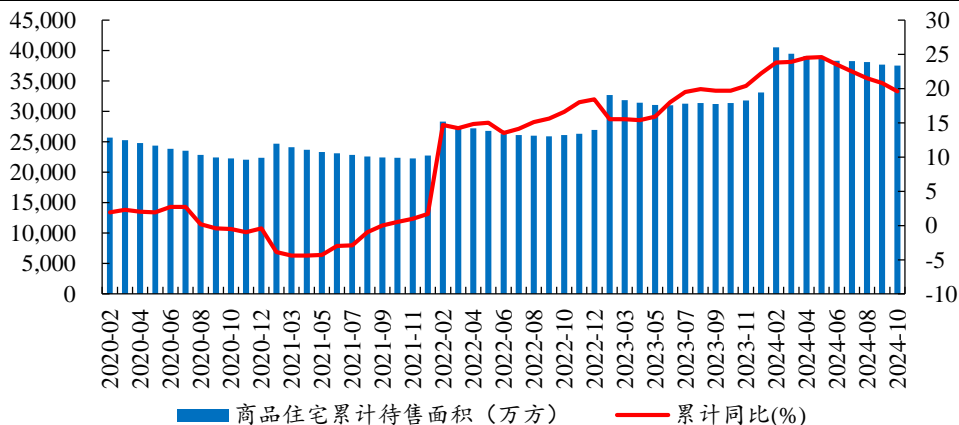
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2021年以来，三种口径的库存去化周期均呈现上升趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1、狭义库存：商品住宅待售面积 3.75 亿平

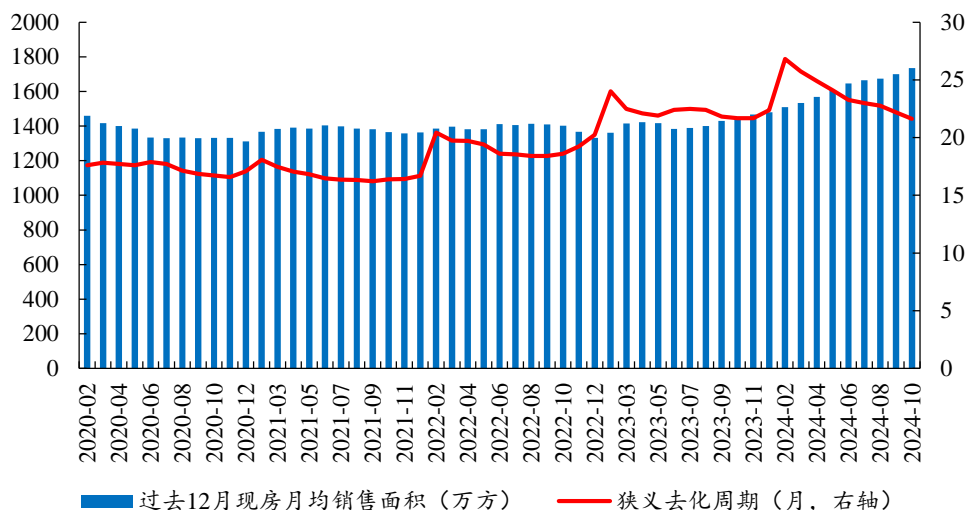
截至10月末，商品住宅待售面积3.75亿平，同比+20%，处于历史相对高位，但累计同比增速自年初以来有下降趋势，一方面是去库存措施起效，另一方面伴随住宅地供应锐减，住宅供应有所减少。

图8：截至10月末商品住宅待售面积处于历史相对高位


数据来源：Wind、开源证券研究所

商品住宅库存走高叠加销售下滑，使库存去化周期不断拉长。我们以商品住宅现房去化周期=商品住宅月度待售面积÷过去12个月月均现房销售面积，算出2024年10月全国商品住宅狭义去化周期为21.6个月，同比基本持平。

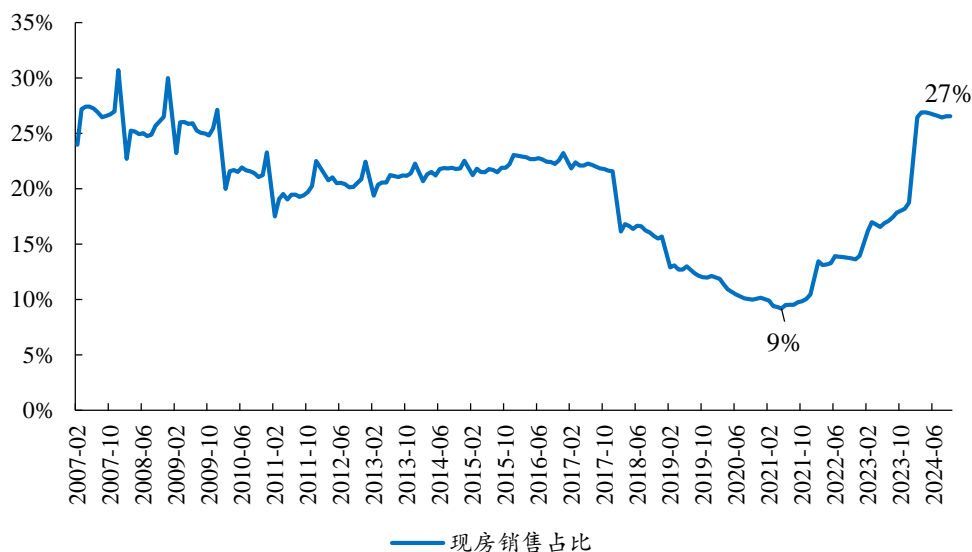
图9：2024年以来商品住宅现房去化周期呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

2022年以来，购房者对期房交付问题担忧情绪加重，在保交楼框架下现房销售占比提升，由2021年中旬的9%上升至2024年10月的27%。2023年以来，多地政府提出探索商品房预售制度改革，有力有序推行现房销售，后续我们预计现房销售占比有望持续提升，狭义库存和去化周期的重要程度也越来越大。

图10：2022年以来商品住宅现房销售占比明显提升

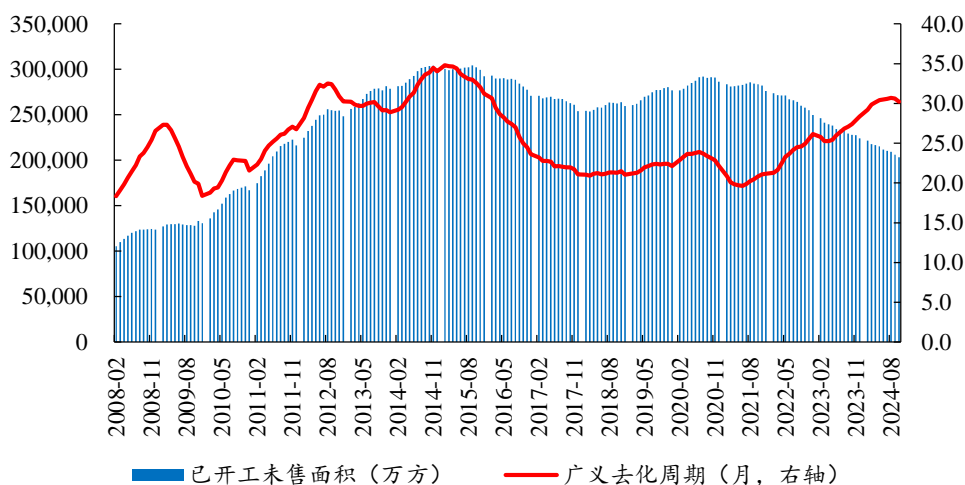


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、广义库存：估算已开工未售面积约 20 亿平

我们将 1999 年 2 月的住宅施工面积 1.2 亿平，累加之后每月新开工住宅面积，得到 1999 年以来每月累加的已开工供应面积；将 1999 年 2 月以来每月销售住宅面积相加得到累加的销售去化面积，二者差额为月度商品住宅已开工未售面积，除以过往 12 个月住宅销售面积均值，可算出商品住宅广义去化周期。由最后计算结果可以发现，因为新开工面积的下降，自 2021 年中旬以来，已开工广义库存呈下降趋势，截至 2024 年 10 月，已开工广义库存为 20.3 亿平，但因为销售去化速度放缓，因此已开工广义去化周期呈上升趋势，10 月广义去化周期为 30.2 个月，较 2015 年去化速度稍快。

图11：自 2021 年中旬以来，已开工广义库存呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、超广义库存：估算未开工+已开工未售面积约 31 亿平

我们采取两种方式，计算得出未开工+已开工未售商品住宅库存约 31 亿平，按照过往 12 个月销售面积 0.73 亿平测算，广义未售库存去化周期约 42 个月。

(1) 基于宅地成交面积-商品住宅销售面积

我们根据 Wind 322 城宅地成交建筑面积作为商品住宅供应来源，由于宅地包含城镇单一住宅用地和城镇混合住宅用地，我们粗略估算住宅整体占比 95%，则 2008 年至 2024 年 10 月，322 城住宅成交建筑面积约 224.09 亿平，同期商品住宅销售面积约 192.86 亿平，算出 2024 年 10 月广义未售面积约 31.23 亿平。

表7：我们基于宅地成交面积-商品住宅销售面积测算出广义未售面积约 31 亿平

年份	商品住宅销售面积 (万方)	商品房 yoy	322 城宅地成交面积 (万方)	宅地 yoy	差值 (万方)
2008	59280		29570		(31189)
2009	86185	45%	56220	90%	(32776)
2010	93377	8%	83718	49%	(13845)

年份	商品住宅销售 面积 (万方)	商品房 yoy	322 城宅地成 交面积 (万方)	宅地 yoy	差值 (万方)
2011	96528	3%	179676	115%	74164
2012	98468	2%	181768	1%	74212
2013	115723	18%	259398	43%	130705
2014	105188	-9%	186024	-28%	71535
2015	112412	7%	142894	-23%	23337
2016	137540	22%	130093	-9%	(13951)
2017	144789	5%	157217	21%	4568
2018	147760	2%	186938	19%	29832
2019	150144	2%	199195	7%	39091
2020	154878	3%	175505	-12%	11852
2021	156532	1%	149743	-15%	(14277)
2022	109564	-30%	119335	-20%	3804
2023	94819	-13%	83049	-30%	(15922)
2024 年 1-10 月	65368	-18%	38461	-19%	(28830)

数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 基于待开发土地面积

截至 2022 年末，统计局发布的待开发土地面积为 4.98 亿平。

根据统计局数据，2011-2023 年住宅销售面积占商品房销售面积平均比例约 87%，则我们估算 2022 年末待开发住宅土地面积为 4.34 亿平。

根据 Wind 322 城历年成交宅地数据，建筑面积与占地面积的比值为平均容积率，2011-2023 年宅地成交平均容积率约 2.34，则我们估算 2022 年末待开发土地建筑面积为 10.18 亿平，加上截至 2022 年末已开工未售库存 24.97 亿平，算出 2022 年末未开工+已开工未售面积约 35.15 亿平。

2023 年 1 月至 2024 年 10 月，Wind 322 城成交宅地建面 12.15 亿平，商品住宅销售面积 16.02 亿平，去化库存面积 4.48 亿平，算出广义未售面积约 30.69 亿平。

表8：我们基于待开发土地面积测算出广义未售面积约 31 亿平

指标	面积 (万方)	备注
待开发土地面积	49828	统计局口径
待开发宅地面积	43426	住宅占比 87%
待开发宅地建筑面积	101770	宅地容积率 2.34
已开工未售面积	249,698	2022 年末
未开工+已开工未售面积	351468	2022 年末
2023-2024 年去化库存面积	-44752	累计拿地*95%-累计销售
广义未售面积	306716	2024 年 10 月

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、去库存展望：预计 2026 年末库存将显著下降

我们通过预测 2024 年 11-12 月、2025-2026 年新开工、销售和土地成交面积，算出无外界政策措施下自然去库存的规模，叠加去库存措施消耗的库存面积，最终测算得出：截至 2026 年末，已开工未售库存约 9.8 亿平，去化周期 13.9 个月，较 2024 年 10 月降低 16 个月，处于历史较低水平；未开工+已开工未售库存约 15.4 亿平，去化周期 21.8 个月，较 2024 年 10 月降低 20 个月，去库存效果较明显。

表9：我们测算至 2026 年商品住宅去化周期将降至合理范围内

单位：亿平		已开工未售层面	未开工+已开工未售层面
库存面积	2024 年 10 月	20	31
去化面积	新开工-销售	-7.4	-
	拿地-销售	-	-4.4
	收储	-2	-2
	城中村改造	-0.75	-0.75
	专项债回收土地	-	-8.53
库存面积	2026 年末	9.84	15.36
月均销售	2026 年末	0.71	0.71
去化周期（月）		13.9	21.8

数据来源：Wind、开源证券研究所

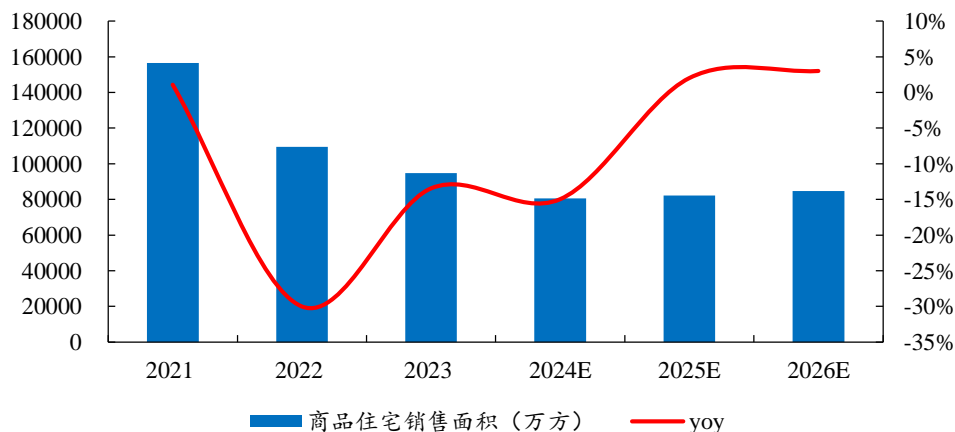
3.1、开工销售剪刀差：截至 2026 年末预计减少新开工未收库存 7.4 亿平

我们对 2024-2026 年销售面积、住宅土地成交面积和住宅新开工面积进行预测。

(1) 销售面积

9 月底政策以来，销售成交数据明显改善，10 月商品住宅成交面积同比降幅收窄至-1.3%，我们预测 2024 年 11-12 月商品住宅单月销售面积同比-1%，那么 2024 年全年商品住宅成交面积为 8.06 亿平。同时我们预测 2025-2026 年商品住宅成交增速分别为 2%、3%，对应成交面积 8.22、8.47 亿平。

图12：我们预测 2025-2026 年商品住宅成交增速分别为 2%、3%

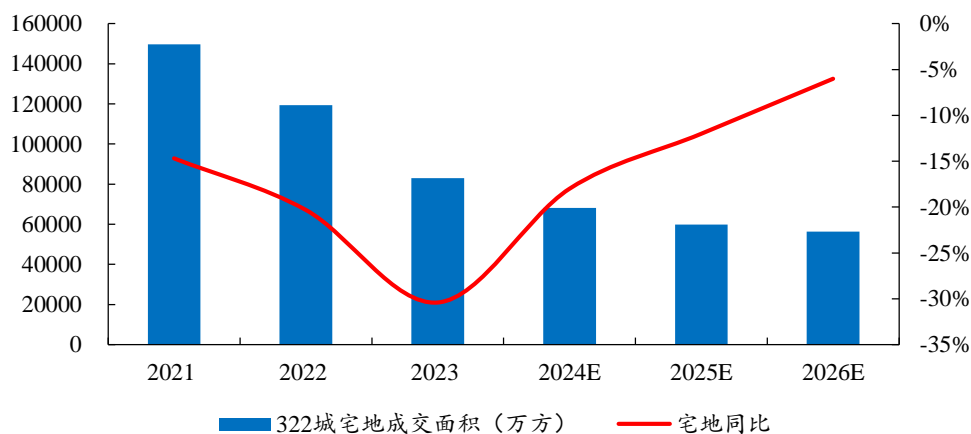


数据来源：Wind、开源证券研究所

(2) 住宅土地成交面积

根据克而瑞数据，当前重点城市中一半以上去化周期超过 18 个月，土地供应端仍在收缩，1-10 月住宅土地成交面积增速同比-19.1%，我们预计 2024-2026 年住宅土地成交面积增速分别为-18%、-12%、-6%。

图13：我们预测 2025-2026 年住宅土地成交面积增速分别为-12%、-6%

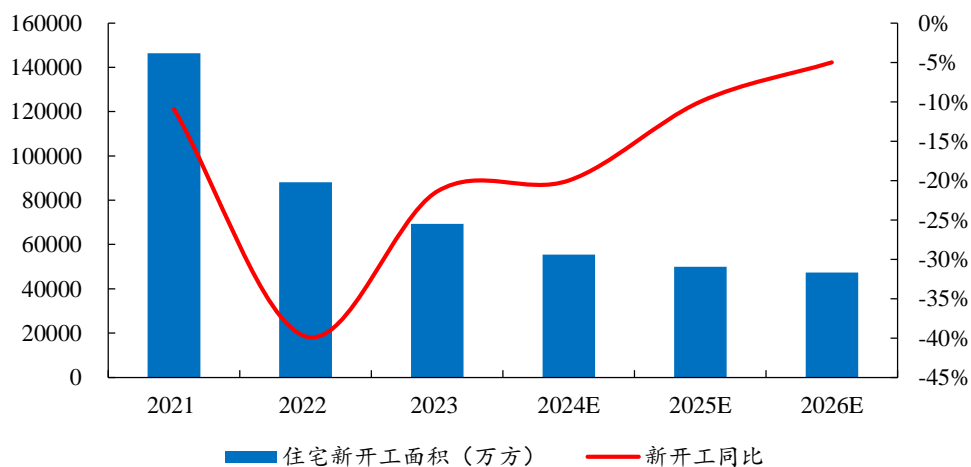


数据来源：Wind、开源证券研究所

(3) 新开工面积

新开工面积受住宅拿地面积影响较大，土地端供应收缩也会影响新开工数据。1-10 月住宅新开工面积同比-22.7%，我们预计 2024-2026 年住宅土地成交面积增速分别为-20%、-10%、-5%。

图14：我们预测 2025-2026 年住宅土地成交面积增速分别为-12%、-6%



数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：我们测算 2025-2026 年商品住宅销售面积同比将实现增长

单位：万方	商品住宅销售面积	商品住宅同比	322 城宅地成交面积	宅地同比	住宅新开工面积	新开工同比
2021	156532	1%	149743	-15%	146379	-11%
2022	109564	-30%	119335	-20%	88135	-40%
2023	94819	-13%	83049	-30%	69286	-21%
2024 年 1-10 月	65368	-18%	38461	-19%	44569	-23%
2024E	80624	-15.0%	68100	-18%	55428	-20%
2025E	82237	2%	59928	-12%	49886	-10%
2026E	84704	3%	56333	-6%	47391	-5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、收储进程加快，未来两年预计去库存约 2 亿平

2024 年 5 月，国新办国务院政策例行吹风会上，针对“切实做好保交房工作配套政策有关情况”，中国人民银行将设立 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。9 月 24 日，央行表示将资金支持比例将由 60% 提高至 100%。10 月 12 日，在财政部发布会上，财政部也表态用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房。截止 10 月末，已经有超过 30 个城市发布相关征集公告，多个城市已落地首批房源征集细则，存量商品房收储政策逐步进入落地期。

表11：代表城市收储政策以中小套型为主

城市	发布时间	收购区域	套型面积	收购价格
重庆	2024/5/9	中心城区	90 平方米以内	取测算基础价和市场价的加权平均值(分别为 60%和 40%)，确定收购测算价格。
大连	2024/7/26	行政区	70 平方米以内	以同地段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。
深圳	2024/8/7	深圳市（不含深汕特别合作区）范围内	65 平方米以下	未提及
长沙	2024/8/20	长沙市芙蓉区、天心区、岳麓区、开福区、雨花区、望城区、长沙县、浏阳市、宁乡市行政区域内	120 平方米以下	未提及
兰州	2024/8/22	全市范围内	小于 120 平方米	以同地段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。
哈尔滨	2024/10/28	市区范围内	不超 120 平	以同地段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。
杭州	2024/10/31	上城、拱墅、西湖、滨江、萧山、余杭、临平、钱塘八个城区	配租型不超 70 平为主，配售型不超 125 平为主	以同地段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。
郑州	2024/11/7	郑州市内八区及登封市、巩义市、上街、新密市、新郑市、荥阳市、中牟县。	原则上控制在 120 平方米以内	以同地段保障性住房重置价格为参考上限
广州	2024/11/29	市区范围内	90 平以下	未提及

资料来源：各城市住建部、证券时报等、开源证券研究所

2024年9月，合肥安居集团发布《关于收购已建成存量商品房用作保障性住房的征集通告》，拟开展收购已建成存量商品房用作配售型或配租型保障房工作。11月，合肥城建发布公告，三家租赁公司拟收购公司旗下三个项目共2318套商品住宅，合同金额累计33.32亿元。此次参与商品房买卖的合美租赁、宾享家租赁和承悦租赁均是合肥安居集团全资控股的国企，大股东为合肥城建集团，本次收购房源后续大概率用于配售型或配租型保障性住房。同时，本次交易明确了收购的金额并签订了交易合同，根据我们对收购房源面积端和市场备案价的预估，本次收购房源单价为备案价9折左右。

表12：11月合肥存量房收储落地

收购主体	收购项目	收购套数 (套)	交易金额 (亿元)	商品房价 格(元/平)	收购价格预 估(元/平)	收购折价
合美租赁	菁华里	869	12.69	16000	14603	91%
宾享家租赁	东樾里	665	13.58	20000	18565	93%
承悦租赁	尚阳里	784	7.05	11000	9466	86%

数据来源：华夏时报、安居客、开源证券研究所

从各地收储的落地情况看，推进速度仍然较慢，主要堵点在于能够达到收储条件的项目较少，主要困难在于当前租金回报率无法实现“商业可持续”。可以预期的是，在未来增量财政支持下，各个城市可以因地制宜，在税收、贴息、房源类型上做一些微调，提升收储项目的回报率。如果未来能够进一步扩大收储范围，假设能够对期房也进行收储，则对行业中期供需格局改善将会有一定助力。

从收储的资金来源看，前期的主要工具是央行给出的保障性住房再贷款。2024年6月，人民银行创设保障性住房再贷款，发放对象为21家全国性金融机构，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保障性住房。对于符合要求的贷款，按贷款本金的60%予以低成本资金支持。截至2024年9月，该项工具投放金额为162亿元。

表13：保障性住房再贷款截至2024Q3已经投放162亿元

涉及房地产领域的结构性货币政策工具	保交楼贷款支持计划	房企纾困专项再贷款	保障性住房再贷款(包含此前的租赁住房贷款支持计划)
支持领域	向已售逾期难交付住宅项目 发放保交楼贷款	对受困房地产企业项目并购化险	支持地方国有企业以合理 价格收购已建成未出售商 品房用作保障性住房
发放对象	工农中建交、邮储，可扩展 至18家全国性金融机构	5家全国性资产管理公司	21家全国性金融机构
利率(1年期)	0%	1.75%	1.75%
创设时间	2022年12月	2023年1月	2024年6月
额度(亿元)	2000	800	3000
资金支持比例	100%	50%	60%
时间	发布日期	累计使用额 (亿元)	累计使用额 (亿元)

涉及房地产领域的结构性货币政策工具	保交楼贷款支持计划	房企纾困专项再贷款	保障性住房再贷款（包含此前的租赁住房贷款支持计划）
2023Q1	2023/4/24	5	0
2023Q2	2023/7/19	5	0
2023Q3	2023/10/25	56	0
2023Q4	2024/1/26	56	0
2024Q1	2024/4/23	86	209
2024Q2	2024/7/24	141	209
2024Q3	2024/11/4	127	209

资料来源：央行、开源证券研究所

展望未来，除了央行给与的再贷款支持外，地方专项债收储也将是重要抓手。在2024年10月12日国新办发布会上，财政部表态将“用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房”。

“十四五”期间我国规划建设筹集保障性租赁住房870万套（重点40城650万套，其中一线四城207万套），预计可解决2600多万新市民、青年人的住房困难。2021年至2024上半年末，我国累计开工建设和筹集了685万套保障性租赁住房。2024年下半年和2025年预计能够帮助去化库存185万套，2026年假设筹集100万套，截至2026年末累计筹集285万套。假设后续保障性租赁住房全部由收储贡献，按照套均70平米估算，至2026年末预计能帮助去化约2亿平米库存。

表14：2021-2024年上半年末保障性租赁住房累计开工建设和筹集685万套

时间	开工建设和筹集	口径	年度原计划	完成度
2021	94.2	保障性租赁住房	93.6	101%
2022	265	保障性租赁住房	240	110%
2023	213	保障性租赁住房	204	104%
2024H1	112.8	保障性住房	170.4	66%
合计	685			

数据来源：经济日报、中国新闻网等、开源证券研究所

图15：我们预测保障房收储至2026年末预计能帮助去化约2亿平米库存



资料来源：经济日报、中国新闻网等、开源证券研究所

3.3、新增 100 万套旧改，预计能够去库 0.75 亿平米

2024 年 10 月 17 日，住建部部长倪虹在国新办新闻发布会上提出要通过货币化安置方式新增实现 100 万套城中村和危旧房改造，其中 35 个城市有 170 万套城中村改造需求，全国需要改造的危旧房有 50 万套，改造需求较大，货币化安置方式也将进一步释放购房需求，实现存量商品房去库存。

两类项目将获得支持：(1) 群众改造意愿强烈、安全隐患突出的要做重点选择；(2) 征收安置房方案和资金平衡方案成熟扎实的项目。将通过五项政策支持货币化安置房：(1) 重点支持地级以上城市，(2) 开发性、政策性金融机构给予专项借款，(3) 允许地方发行专项债，(4) 给予税费优惠，(5) 商业银行根据评估发放贷款。

2024 年 11 月 16 日，住建部通知明确扩大城中村改造政策支持范围，从最初的 35 个城市扩大到全部地级市。我们认为本次城改支持城市扩围后，将有效破解地方政府的资金筹措难题，有力推动去化周期较长的城市去库存。假设按照套均 100 平米、100%货币化安置、75%新房购买转化率测算，预计 100 万套货币化城中村改造能够帮助去化 0.75 亿平米库存。

表15：城中村改造政策支持范围由 35 个城市扩大到全部地级市

城中村和危旧房改造	细则
新增套数	100 万套
安置方式	100%货币化安置
支持范围	由最初 35 城扩大到全部地级市
支持项目	群众改造意愿强烈、安全隐患突出的项目； 征收安置房方案和资金平衡方案成熟扎实的项目
资金来源	开发性、政策性金融机构给予专项借款 允许地方发行专项债 给予税费优惠 商业银行根据评估发放贷款

资料来源：住建部、上观新闻、开源证券研究所

图16：我们预测城中村改造至 2026 年末预计能帮助去化约 0.75 亿平米库存



资料来源：住建部、上观新闻、开源证券研究所

从落地情况看，货币化安置包括货币支付、房票支付等。广州于 11 月明确所核发的房票可购买的房源范围为广州市全域范围内可售的新建商品房，郑州首批房票试点的两个项目已完成首批房票兑付，共涉及 81 张房票。

表16：2024 年下半年以来各城房票政策加速落地

日期	城市	房票落地情况
2024/8/12	上海	上海首张房票落地金山区，拥有首张房票的业主凭房票在“房源超市”中购买了一套位于金山滨海城区的商品房住宅，并按照 7%比例获得了约 20 万元的奖励。
2024/8/30	昆明	首张房票在西山区落地，票面金额为 101 万余元。
2024/10/25	厦门	厦门首张“开票即购房”房票落地湖里。
2024/11/1	沈阳	沈阳市于洪区 304 周边片区城中村改造项目发行沈阳市首张房票，房票金额 58.95 万元，首批已发放房票 5 张，房票金额约 531 万元，标志着沈阳市城中村改造房票安置全面启动。
2024/11/11	广州	广州市所核发的房票可购买的房源范围为广州市全域范围内可售的新建商品房。
2024/11/19	郑州	位于郑州市惠济区的正商家河宽境、绿都上璟苑两个项目已完成首批房票兑付，两个项目首批兑付房票共 81 张，到位资金 9904.9 万元。
2024/11/30	南通	崇川区于青年中路城市更新项目率先试点跨区房票。截至 11 月 29 日，该项目已签约居民中，有 70% 以上选择通过房票方式结算。
2024/12/16	上海	青浦区是继金山区之后上海又一个宣布试点房票安置办法的新区。

资料来源：澎湃新闻、乐居好房等、开源证券研究所

3.4、限制高去化周期城市供地，重启专项债回收土地

2024 年 4 月 30 日，自然资源部发布《关于做好 2024 年住宅用地供应有关工作的通知》，明确指出去化周期在 18 个月以上的城市要控制、36 个月以上的城市要停止供地。实际上，关于商品住宅供地调控政策实施已久，早在 2017 年已出台相关政策，是调控房地产市场的常规手段。

表17：2024 年 4 月自然资源部重申限制高去化周期城市供地

日期	部门	限制供地措施
2017 年 4 月	住房城乡建设部、 国土资源部	各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在 36 个月以上的，应停止供地；36-18 个月的，要减少供地；12-6 个月的，要增加供地；6 个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。
2019 年 4 月	自然资源部	消化周期在 36 个月以上的，应停止供地；36-18 个月的，要适当减少供地；18-12 个月的，维持供地持平水平；12-6 个月的，要增加供地；6 个月以下的，要显著增加并加快供地。
2024 年 4 月	自然资源部	商品住宅去化周期超过 36 个月的，应暂停新增商品住宅用地出让，同时下大力气盘活存量，直至商品住宅去化周期降 36 个月以下。商品住宅去化周期在 18 个月（不含）-36 个月之间的城市，要按照“盘活多少、供应多少”原则，根据本年度内盘活的存量商品住宅用地面积（包括竣工和收回）动态确定其新出让的商品住宅用地面积上限。

资料来源：自然资源部、开源证券研究所

2024 年 11 月 11 日，自然资源部通知积极运用地方政府专项债券资金加大收购存量闲置土地力度，推动专项债券资金加快落地。从执行层面来看，将优先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高服用地。土储专项债曾于 2017-2019 年发行，用途是为新增土储前期开发提供资金，一般涉及土地征拆，后于 2019 年 9 月被国务院常务会议叫停，要求专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域。

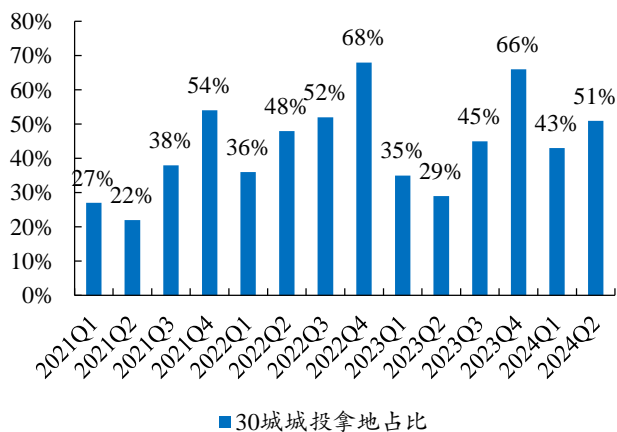
表18：2017-2019年土储专项债主要为土地前期开发提供资金支持

土储专项债	2017-2019年发行	2024年重启
背景	规范土地储备融资行为，建立土地储备专项债券与项目资产、收益对应的制度，促进土地储备事业持续健康发展。	调节土地市场供需关系，减少闲置土地；增强开发商资流动性，助力保交房；收储后土地补齐公共服务设施短板，支持实体经济发展，促进有效投资。
主体	土地储备机构	土地储备机构
资金用途	新增土地储备，依法取得土地进行前期开发、储备、供应。一般涉及土地征拆。	收回收购符合条件的存量闲置土地确有需要的才可以用于新增土地储备项目。
资金成本	土地征拆和前期开发的直接投入。	经对比市场估价、企业土地成本集体决策下调幅度并与土地使用权人协商一致的最终收购价格。
偿还来源	土地出让金	土地再次出让金

资料来源：华尔街见闻、开源证券研究所

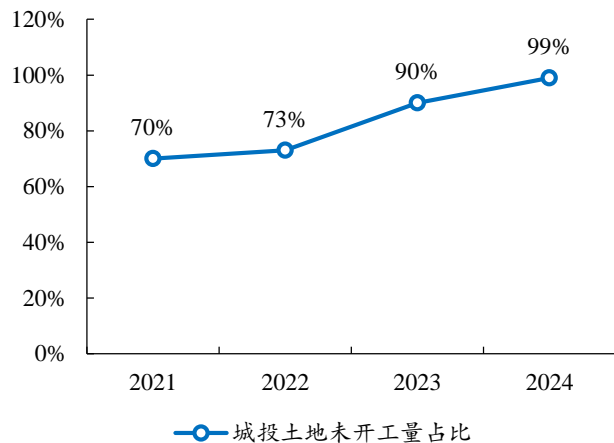
本次土储专项债重启主要由于各地闲置未开发的土地相对较多。据克而瑞统计，从2021年至2024年5月，30个重点一二线城市成交的含宅用地中，有46%的地块由城投公司竞得，其中2023年拿地百强企业近半数均为城投平台类公司；而城投拿地全部开工的项目占比仅20%，加上部分开工地块，整体开工率22%。

图17：2021年以来城投托底拿地占比较高



数据来源：克而瑞、开源证券研究所

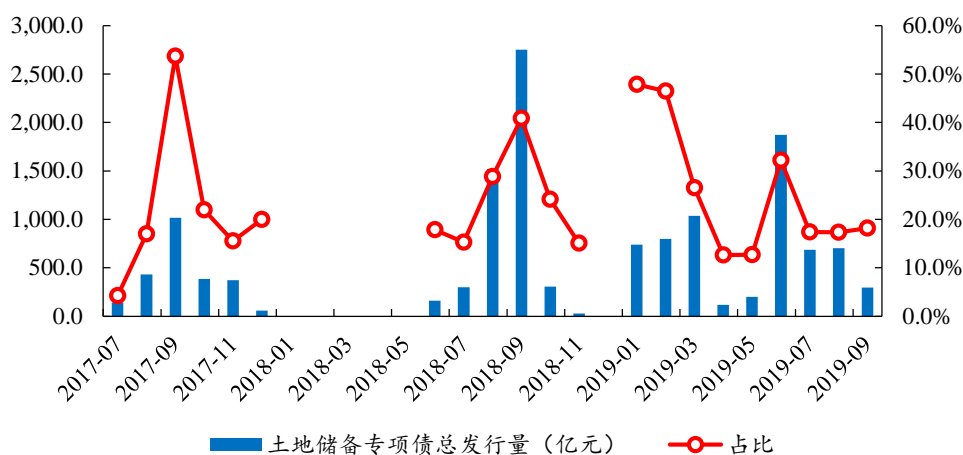
图18：2021年以来城投拿地未开工占比较高



数据来源：克而瑞、开源证券研究所

从过往土地储备专项债来看，主要发行阶段为2017年7月至2019年9月，期间共发行13922亿元，2017年9月土储专项债发行量占地方政府专项债比例超50%，平均发行量占比25.9%。

图19：土地储备专项债主要发行阶段为 2017 年 7 月至 2019 年 9 月



数据来源：Wind、开源证券研究所

土地回收资金：11月8日，财政部提出增加地方化债资源10万亿元，参照过往土储专项债占比25.9%，预计未来三年用于土地回收的资金约2.59万亿。

土地回收价格：自然资源部明确闲置土地的回收价格，土地储备机构委托经备案的土地估价机构，对拟回收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。Wind 322城2019-2023年宅地成交平均楼面价3373元/平，我们假设政府回收土地价格为平均价格的9折，即3036元/平。

土地回收规模：土地回收建筑面积=土地回收资金/土地回收价格，即8.53亿平，根据之前的测算，截至10月末开工土地建筑面积约11亿平，能去化当前未开工库存的77.6%。

图20：我们预测土储专项债回收土地规模约8.5亿平



资料来源：Wind、开源证券研究所

越秀地产广州土地被收储。2024年11月13日，越秀地产全资子公司及广州市土地开发中心订立大千围土地收储协议，同意将广州大千围地块的土地使用权交由广州市土地开发中心收储，用地面积15491平米，代价为15.29亿元，以现金方式补偿。地块于11月21日重新挂牌，性质由商业用地调整为二类居住用地，挂牌起始

价 20.234 亿元，折合起拍楼面价 3.35 万元/平方米，地块于 12 月 23 日重新由越秀底价摘得。

2024 年 8 月底，越秀集团旗下白云和番禺区地块被退回，但并没有换取到现金而是换成等价的票据，而票据本身可以用于支付未来广州土地市场上所出让符合条件的地块，这意味着越秀地产两次退地后，获得了 120 亿元在广州换仓的机会。从三次退地的土地折价来看，基本为原价退款或小幅折让，整体收回价格较高。

表19：2024 年 8 月以来越秀连退广州三块土地

退地时间	拿地时间	地块	代价 (亿元)	补偿方式	土地折价
2024 年 11 月	2021 年 7 月	广州大千围地块	15.29	现金 (需等新买家支付土地出让金)	除税前亏损约 106 万元
2024 年 9 月	2021 年 9 月	番禺区暨南大学北侧地块二	50.03	等价应付票据	原价退款
2024 年 8 月	2021 年 4 月	白云区广龙地块	70	等价应付票据	原价退款

资料来源：自然资源部、开源证券研究所

4、投资建议

我们认为，房地产“去库存”定调主要由于当前供求关系逆转，销售数据下滑导致商品房供过于求，住房库存高企，去化周期拉长。在市场量价均下行的环境下，启动去库存政策是实现销售量价平稳、修复购房信心的重要举措，我们预计政府收储、旧改货币化安置、专项债回收土地等多项措施将有效推动去库存进程，将商品住宅去化周期控制在合理范围内。推荐标的：(1) 投资强度高、布局区域优、机制市场化的强信用房企：保利发展、绿城中国、招商蛇口、中国海外发展、建发股份、越秀地产、滨江集团、建发国际集团；(2) 住宅与商业地产双轮驱动，同时受益于地产复苏和消费促进政策：新城控股、龙湖集团；(3) 二手房交易规模和渗透率持续提升，房地产后服务市场前景广阔：贝壳、我爱我家。

表20：受益标的为融资有优势、投资强度高、布局区域优、机制市场化的房企

股票代码	公司名称	评级	总市值 (亿人民币)		归母净利润 (亿元)				P/E			
			2025/1/10	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
A 股												
600048.SH	保利发展	买入	1,013.9	120.7	132.0	142.5	151.6	8.4	7.7	7.1	6.7	
001979.SZ	招商蛇口	买入	890.7	63.2	63.9	70.3	74.3	14.1	13.9	12.7	12.0	
000002.SZ	万科 A	增持	746.4	121.6	-196.9	-19.9	17.5	6.1	-3.8	-37.5	42.6	
600153.SH	建发股份	买入	281.4	131.0	50.5	64.3	78.0	2.1	5.6	4.4	3.6	
601155.SH	新城控股	买入	251.1	7.4	11.8	16.7	21.6	34.1	21.3	15.0	11.6	
600383.SH	滨江集团	买入	191.4	25.3	30.8	38.3	44.1	7.6	6.2	5.0	4.3	
H 股												
0688.HK	中国海外发展	买入	1,207.4	256.1	278.8	298.5	316.5	4.7	4.3	4.0	3.8	
1908.HK	建发国际集团	买入	220.3	43.4	53.2	64.5	78.3	5.1	4.1	3.4	2.8	
3900.HK	绿城中国	买入	197.8	30.9	36.5	44.0	50.7	6.4	5.4	4.5	3.9	
0123.HK	越秀地产	买入	175.5	31.9	35.2	39.7	44.3	5.5	5.0	4.4	4.0	

数据来源：Wind、开源证券研究所（截至 2025 年 1 月 10 日，港元汇率 1 港元=0.92 人民币）

5、风险提示

- (1) 宏观经济下行: 经济下行或将导致收入和购买力下降, 购房需求受到冲击。
- (2) 资金到位不及预期: 各项去库存措施资金不到位, 落地速度不及预期, 整体建设进度滞后。
- (3) 行业竞争加剧: 竞争加剧可能导致价格下行, 侵蚀企业利润, 行业分化加剧。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn